

*Mateusz Peryt*

# Zarządzanie wartością w przedsiębiorstwach zdywersyfikowanych

## Wstęp

**L**ata 90. upłynęły pod znakiem hossy na światowych giełdach. Na wzrost roli rynków kapitałowych wpłynęły dwie grupy czynników:

- popytowe – wzrost zainteresowania inwestorów indywidualnych lokowaniem oszczędności w akcje oraz reforma systemów emerytalnych i związany z tym rozwój funduszy emerytalnych, ubezpieczeń życiowych, funduszy inwestycyjnych itd.,
- podażowe – wzrost liczby i wartości notowanych spółek w wyniku procesów deregulacji, prywatyzacji i globalizacji kolejnych gałęzi gospodarki.

Wobec rosnącej roli rynków kapitałowych coraz większego znaczenia nabiera kwestia wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Spośród wielu prezentowanych w teorii celów działania firmy (maksymalizacja zysku w krótkim lub długim okresie, maksymalizacja sprzedaży, przetrwanie i rozwój, zwiększanie zatrudnienia) stopniowo na pierwszy plan wysuwa się cel maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Zarządy przestają być rozliczane za sam wzrost sprzedaży, miernikiem oceny ich pracy staje się efektywność wykorzystania kapitału. Wzrasta presja akcjonariuszy, którzy coraz bardziej angażują się w realizację strategii przez firmy i obsadę stanowisk kierowniczych (np. w firmach Lockheed, Sears, Cleveland-Cliffs, Avon)<sup>1)</sup>.

Drugim sposobem dyscyplinowania nieefektywnie zarządzanych przedsiębiorstw są wrogie przejęcia. Firmy nieefektywnie zarządzane mają relatywnie niską wycenę i stają się atrakcyjnym celem przejęcia dla lepiej zarządzanych przedsiębiorstw z sektora lub inwestorów finansowych, przeprowadzających transakcję wykupu lewarowanego lub wykupu menedżerskiego. Procesy te są charakterystyczne dla gospodarek anglosaskich o silniej rozwiniętych rynkach kapitałowych. Stopniowo docierają jednak do bardziej etatystycznych, ale liberalizujących się gospodarek europejskich, czego przykładem było wrogie przejęcie Telecom Italia przez siedmiokrotnie mniejsze Olivetti.

Rynek kapitałowy premiuje przedsiębiorstwa efektywnie zarządzające kapitałem. Istotne jest zatem wprowadzenie metod zarządzania, nakierowanych na tworzenie wartości dodanej dla akcjonariuszy. Jest to wyzwanie szczególnie dla dużych, zdywersyfikowanych przedsiębiorstw i grup kapitałowych, w których liczba wariantów strategii i możliwości alokowania kapitału są znacznie większe niż dla przedsiębiorstw monoprodukcyjnych.

W artykule zaprezentowanych zostanie kilka zagadnień związanych z zarządzaniem wartością przedsiębiorstwa: metoda EVA i CVA, przykład koncernu Siemens, wdrażającego program zarządzania wartością firmy oraz sposób wyceny przedsiębiorstw zdywersyfikowanych przy zastosowaniu koncepcji EVA.

## Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

**W** koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*Value-Based-Management*) celem działania jest maksymalizacja wartości rynkowej firmy, czyli maksymalizacji korzyści właścicieli z majątku zaangażowanego w przedsiębiorstwie<sup>2)</sup>.

Główną metodą zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest EVA (*Economic Value Added*) – metoda ekonomicznej wartości dodanej – wypracowana przez firmę Stern Stewart & Co. w roku 1982. Od tamtej pory system został całkowicie wdrożony w około 300 firmach, m.in. w Coca-Coli, Eli Lilly i Siemensie<sup>3)</sup>.

Według koncepcji EVA, firma tworzy wartość dla akcjonariuszy, jeżeli zwrot z zainwestowanego kapitału jest wyższy od kosztu kapitału. Wartość EVA wylicza się ze wzoru (1)<sup>4)</sup>:

$$\begin{aligned} & \text{Przychody ze sprzedaży} \\ & - \text{Koszty operacyjne} \\ & - \text{Podatek dochodowy} \\ & = \text{Zysk operacyjny po opodatkowaniu} \\ & - \text{Wymagany minimalny zwrot} \\ & \quad (\text{aktywa} \cdot \text{koszt kapitału}) \end{aligned}$$

(1) = EVA

EVA oznacza nadwyżkę ekonomiczną, wypracowaną przez firmę, zysk ekonomiczny, który jest czymś innym niż zysk księgowy. O ile pojęcie zwrotu z kapitału funkcjonowało od dawna, o tyle nie zawsze uświadamiano sobie, iż kapitał własny ma swoją cenę, wynikającą z kosztu alternatywnego lokowania kapitału.

Zaletą metody EVA jest możliwość jej zastosowania do celów motywacyjnych – uzależnienia w dużym stopniu wynagrodzenia członków kierownictwa od wypracowywanej nadwyżki ekonomicznej, zarówno na szczeblu całej firmy, jak i mniejszych jednostek. Bierze się wówczas pod uwagę zysk operacyjny po opodatkowaniu oraz aktywa i koszt kapitału dla danej jednostki.

Zaletą metody EVA jest jej prostota. Ma ona również przeciwników, którzy dowodzą, że jej podstawową słabością jest oparcie się na zasadach rachunkowości, które nie odzwierciedlają rzeczywistych proce-

sów ekonomicznych w przedsiębiorstwie. Kolejny zarzut, jaki można jej postawić, to krótkowzroczna perspektywa, zwłaszcza w sytuacji, gdy od realizacji planu zależy wynagrodzenie kierownictwa. Metoda EVA nie promuje działań inwestycyjnych, które przyniosą efekty dopiero za 2–3 lata. Najlepiej nadaje się do oceny zarządzania działalnością w sektorach dojrzałych, natomiast w sektorach wzrostowych, jak telekomunikacja czy Internet konieczne jest zastosowanie innych metod (rozliczanie wyników z biznesplanem lub zarysowana poniżej koncepcja CVA).

Zdaniem twórców koncepcji CVA, inwestorów interesują rzeczywiste przepływy pieniężne, podobnie jak przy wycenie obligacji. W metodzie CVA liczą się cztery parametry: inwestycja początkowa, przepływy pieniężne w kolejnych okresach, koszt kapitału i czas inwestycji. Inwestycje przedsiębiorstwa dzielą się na strategiczne (np. wprowadzenie nowego produktu lub wejście na nowy rynek), mające zwiększać wartość przedsiębiorstwa i niestrategiczne, które mają na celu utrzymanie obecnej wartości firmy. Wal-Mart, który według metody EVA przynosi akcjonariuszom straty, wg CVA – generuje nadwyżki strumieni pieniężnych<sup>6)</sup>. Koncepcja CVA jest ciekawa, ale – w przeciwieństwie do EVA – trudniejsza do przyswojenia przez menedżerów niefinansowych.

Najbardziej znanym, europejskim przykładem firmy, która zaczęła wdrażać system zarządzania wartością, jest Siemens. Niemiecki koncern zaczął wprowadzać system EVA od 1997 roku, mając na celu znaczne poprawienie rentowności grupy. EVA stała się głównym miernikiem działalności firmy. Wszystkie nowe projekty i inwestycje kapitałowe są oceniane pod kątem ich wkładu w generowanie nadwyżki ekonomicznej. Dla każdej dywizji wyznaczane są cele EVA, oparte na analizie rynkowej sektora. Poprawa wyników Siemensu ma wynikać ze zwiększonej rentowności operacji i efektywniejszej alokacji aktywów. Część procesów została wprowadzona już wcześniej w programie TOP. EVA ma dodatkowo zwiększyć nacisk na wykorzystanie trzech generatorów wartości<sup>6)</sup>:

- zwiększenie zwrotu z aktywów operacyjnych bez angażowania dodatkowego kapitału, w drodze uproszczenia procesów,
- inwestycje w projekty, które wygenerują zysk, przewyższający koszt dodatkowego kapitału, np. inwestycje w nowe produkty i usługi, z którymi związane są trwałe przewagi konkurencyjne,
- eliminacja zbędnych aktywów nieprodukcyjnych i redukcja poziomu zapasów.

Wprowadzanie systemu EVA jest ściśle powiązane z nowym, motywacyjnym systemem wynagrodzeń. Od 1 października 1998 roku obowiązuje nowy system wynagradzania członków kierownictwa. Uzależnia on zarobki 500 osób (członków zarządu, szefów działów i kierowników) od ich wkładu w zwiększanie rentowności Siemensu. Otrzymują oni 40% łącznych dochodów rocznych w 12 ratach miesięcznych, a także 30% w postaci rocznej premii i 30% premii długoterminowej za realizację trzyletnich zadań. Mają również otrzymać opcje na zakup akcji Siemensu<sup>7)</sup>. Stopniowo coraz więcej grup pracowników ma być wprowadzanych do systemu EVA.

## Wycena przedsiębiorstw zdywersyfikowanych metodą EVA

**K**oncepcja ekonomicznej wartości dodanej pozwoliła na stworzenie nowej metody wyceny przedsiębiorstw, w myśl której wartość firmy jest równa sumie jej wartości księgowej i nieskończonego ciągu zdyskontowanych wartości EVA dla kolejnych okresów.

W odróżnieniu od klasycznej formuły EVA dla celów wyceny przyjmuje się kategorie analityczne, związane z kapitałem własnym (zysk netto, ROE, koszt kapitału własnego), a nie całymi aktywami przedsiębiorstwa (zysk operacyjny po opodatkowaniu, zwrot z inwestycji, średni, ważony koszt kapitału).

Na podstawie danych historycznych i biznesplanu spółki można wyznaczyć jej wartość ze wzoru (2):

$$(2) \quad MC = BV_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+d)^i} = BV_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(ROE_i - d) * BV_{i-1}}{(1+d)^i}$$

gdzie:

$MC$  – wartość rynkowa,  $BV_i$  – wartość księgowa na koniec  $i$ -tego okresu,  $EVA_i$  – ekonomiczna wartość dodana w  $i$ -tym okresie,  $ROE_i$  – zwrot z kapitału własnego w  $i$ -tym okresie,  $d$  – koszt kapitału własnego (dla uproszczenia – stały w całym okresie).

Wzór (2) można uprościć przy przyjęciu założenia o stałym tempie wzrostu przychodów, zysku netto i kapitałów własnych w przyszłości. Implikuje to stały poziom ROE oraz wypłatę ewentualnej nadwyżki kapitału własnego np. w formie dywidendy. Po oznaczeniu stałej stopy wzrostu przez  $g$  otrzymuje się wzór (3):

$$(3) \quad MC = BV_0 * \left(1 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(ROE - d) * (1+g)^{i-1}}{(1+d)^i}\right) = BV_0 * \frac{ROE - g}{d - g}$$

Powyzszą formułę jako pierwsza spopularyzowała angielska grupa bankowo-ubezpieczeniowa Lloyds TSB<sup>8)</sup>. We wcześniejszym ujęciu nie eksponowano czynnika wzrostu, przyjmując, iż uzasadniony stosunek wartości rynkowej do księgowej określa iloraz rzeczywistego i wymaganego zwrotu z kapitału.

Na bazie formuły banku Lloyds można wyznaczyć wartości dwóch wskaźników, stosowanych powszechnie przez inwestorów giełdowych:  $P/BV$  – stosunek ceny akcji do wartości księgowej na akcję i  $P/E$  – stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję.

$$(4) \quad \frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{d - g}$$

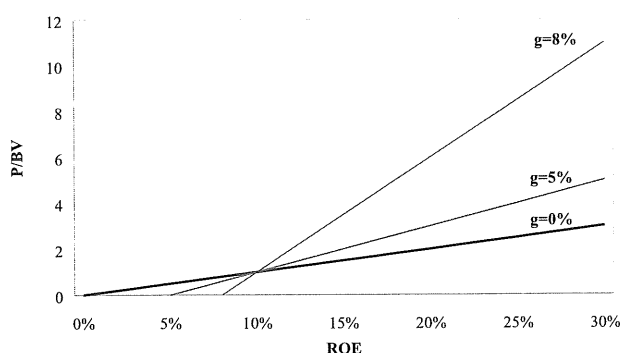
$$(5) \quad \frac{P}{E} = \frac{P}{BV} \cdot \frac{BV}{E} = \frac{1 - g}{ROE - d}$$

Funkcje  $P/BV$  i  $P/E$  są określone przy nieujemnych parametrach  $ROE$ ,  $g$  i  $d$ . Dodatkowo parametr  $g$  musi być mniejszy od  $d$  i nie większy od  $ROE$ . Warunki te ograniczają stosowanie wzorów do sektorów dojrzałych lub będących w fazie niewielkiego wzrostu oraz

o dodatniej rentowności. Szczególnie przydatne są do wyceny instytucji finansowych, w których wysokość ROE ma pierwszorzędne znaczenie. Nie znajdują natomiast zastosowania w przypadku przedsiębiorstw ze wzrostowych branż technologicznych, dla których konieczne jest stosowanie innych metod wyceny (np. zdyskontowanych przepływów pieniężnych).

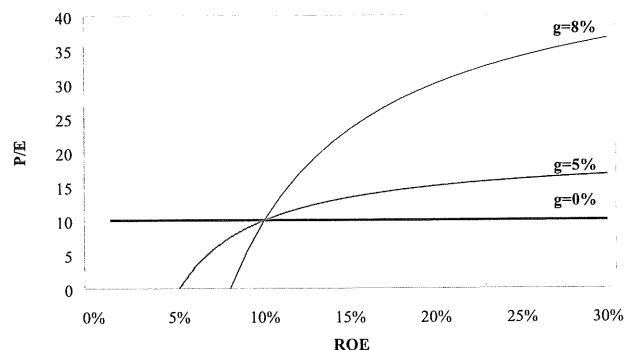
Na wykresie 1 i 2 zaprezentowany został przebieg funkcji P/BV i P/E w zależności od ROE, przy stałym  $d=10\%$  (charakterystycznym dla krajów Unii Europejskiej, wyliczonym jako suma rentowności długoterminowych obligacji rządowych i 4,5% premii za ryzyko) i trzech wartościach parametru  $g$ .

**Wykres 1. P/BV w zależności od ROE przy  $d=10\%$  i różnych  $g$**



Źródło: obliczenia własne.

**Wykres 2. P/E w zależności od ROE przy  $d=10\%$  i różnych  $g$**



Źródło: obliczenia własne.

Wycena spółki, mierzona parametrami P/BV i P/E, wyznaczonymi ze wzorów (4) i (5), jest dodatnio skorelowana z ROE (mierzącym efektywność zarządzania kapitałem) i  $g$  (obrazującym atrakcyjność sektora), natomiast maleje wraz ze wzrostem  $d$ .

Metoda EVA pozwala wyznaczyć wartość pojedynczego przedsiębiorstwa pod warunkiem spełnienia podanych założeń. Stanowi jednak również doskonałe narzędzie do wyceny przedsiębiorstw zdywersyfikowanych. W tym przypadku dokonuje się rozbicia wyniku finansowego i kapitałów własnych na poszczególne dywizje, a następnie dokonuje się ich wyceny za pomocą wzoru (2) lub (3). Wartość całego przedsiębiorstwa jest sumą wartości poszczególnych dywizji.

W przypadku przedsiębiorstw zdywersyfikowanych i grup kapitałowych, analiza wartości w rozbiciu na poszczególne dywizje pozwala na lepsze zrozumienie działalności przedsiębiorstw/grup, które z założenia są mniej przejrzyste dla inwestorów niż spółka operacyjna, działająca w jednym sektorze.

Dodatkowa wartość dodana występuje w przypadku instytucji finansowych, oferujących szeroki zakres usług. Można analizować w ten sposób różne segmenty rynku, np. bankowość detaliczną, inwestycyjną, kredyty konsorcjalne, ubezpieczenia majątkowe, usługi zarządzania aktywami itp. Banki uniwersalne oferują wiele usług, różniących się znacznie pod względem tempa wzrostu rynku, osiąganych marż i zaangażowanego kapitału. Podobnie jest w przypadku firm ubezpieczeniowych, które mogą oferować usługi ubezpieczeń majątkowych dla prywatnych osób lub dużych przedsiębiorstw, usługi reasekuracyjne, tradycyjne ubezpieczenia życiowe lub nowoczesne produkty, jak jednostki funduszy inwestycyjnych. Mogą również występować grupy bankowo-ubezpieczeniowe, jak np. Fortis lub ING. W związku z tak silną segmentacją rynku usług finansowych, niemożliwe jest porównywanie pod kątem wyceny dwóch instytucji finansowych bez dokładnej znajomości ich portfeli produktów.

Technika wyceny polega ponownie na rozbiciu wyniku finansowego i kapitałów własnych na poszczególne departamenty. Do wyznaczenia wymaganego poziomu kapitałów własnych niezbędnych do prowadzenia danej działalności stosuje się wskaźniki oparte, w przypadku banków, na aktywach ważonych ryzykiem, a w przypadku firm ubezpieczeniowych – na przypisanej składce netto lub rezerwach technicznych. Rozdysponowanie kapitału własnego na poszczególne dziedziny działalności pozwala określić istniejący niedobór lub nadwyżkę kapitału w całej firmie. W przypadku niedoboru, należy proporcjonalnie obniżyć zaangażowany kapitał dla poszczególnych departamentów. Przy niskim poziomie kapitałów własnych instytucje finansowe mają większe możliwości wypracowania wysokiego zwrotu z kapitału. Z drugiej jednak strony, cieszą się mniejszym zaufaniem klientów i instytucji nadzoru, co zwiększa ryzyko bankructwa. Nadwyżka kapitału świadczy o sile finansowej, ale również o nieefektywnym wykorzystaniu kapitału. Jej

**Tabela 1. Struktura portfela i wycena Allianz AG w 1999 roku**

	Udział w BV firmy*	Udział w MC firmy**	P/PV
Ubezpieczenie majątkowe	27%	28%	1,6
Ubezpieczenie życiowe	21%	42%	3,1
Zarządzanie aktywami	1%	6%	11,7
Nadwyżka kapitału	51%	24	0,7
RAZEM (średnia ważona)			1,5

\* wartość skorygowana po analizie pasywów

\*\* MC – wartość rynkowa

Źródło: Insurance, raport analityczny banku DLJ, 1999, s. 72.

wartość rynkowa, wyliczona ze wzoru (3), jest na ogół niższa od wartości księgowej.

Atrakcyjność inwestycyjna poszczególnych rodzajów usług finansowych jest silnie zróżnicowana. Przykładowo, w działalności ubezpieczeniowej najniższą wartość generują na ogół ubezpieczenia majątkowe, wyżej wyceniane są tradycyjne ubezpieczenia życiowe, natomiast zdecydowanie najwyższe – nowoczesne produkty, powiązane z zarządzaniem aktywami.

### Podsumowanie

**C** oraz więcej firm decyduje się na przyjęcie modelu zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Szczególnie istotne dla procesów zarządzania i wyceny wartości firmy okazuje się wprowadzenie modelu w przedsiębiorstwach zdywersyfikowanych.

Wydarzenia na rynkach kapitałowych wskazują, iż firmy, mające na uwadze przede wszystkim interes akcjonariuszy, są wyżej wyceniane, mają dostęp do tańszego finansowania i częściej są animatorami niż celami fuzji i przejęć.

Upowszechnienie się tego modelu przynosi korzyści całej gospodarce. Stany Zjednoczone, które wypracowały liberalny model gospodarczy, gdzie w przedsiębiorstwach decydujący głos mają udziałowcy, a nie pracownicy, wyprzedzają znacznie Europę pod względem tempa wzrostu PKB i stopy bezrobocia, a przedsiębiorstwa wchodzące w skład indeksu S&P 500 (500 największych giełdowych firm na giełdach amerykańskich) mają średnie ROE na poziomie 25%, co jest wielkością imponującą, szczególnie na tle polskich przedsiębiorstw, w których dla spółek giełdowych średnie ROE wynosi 9% – znacznie poniżej kosztu kapitału.

*Mateusz Peryt*

### PRZYPISY

- <sup>1</sup> KOŁADKIEWICZ I., *Grupy kapitałowe. Tendencje zmian w zasadach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego* [w] *Grupy kapitałowe w Polsce* (red. ROMANOWSKA M., TROCKI M., WAWRZY尼亚K B.), Difin, W-wa, 1998, s. 170–171.
- <sup>2</sup> DULINIEC A., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa* [w] „Bank i Kredyt” Nr 5/1999.
- <sup>3</sup> ROSS I., EVA in Europe (w) <http://www.sternstewart.com/action/europe.shtml>.
- <sup>4</sup> Opr. wł. na podst. STEWART B., *The quest for value, the EVA trade, management guide*, Harper Business, 1991.
- <sup>5</sup> WEISSENRIEDER F., *Economic Value Added or Cash Value Added?* [w] [http://hera.algonet.se/~fwcab/1/1\\_7.html](http://hera.algonet.se/~fwcab/1/1_7.html).
- <sup>6</sup> Raport roczny Siemens za rok 1997, 1998, s. 8.
- <sup>7</sup> RUDZKI P., *Siemens walczy o rentowność. Czas restrukturyzacji* [w] „Rzeczpospolita” Nr 1/1999.
- <sup>8</sup> European Banking, raport analityczny banku BNP, 1999, s. 20.

### BIBLIOGRAFIA

- [1] DULINIEC A., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa* [w] „Bank i Kredyt” Nr 5/1999.
- [2] European Banking, raport analityczny banku BNP, 1999.
- [3] Insurance, raport analityczny banku DLJ, 1999.
- [4] KOŁADKIEWICZ I., *Grupy kapitałowe. Tendencje zmian w zasadach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego* [w] *Grupy kapitałowe w Polsce* (red. ROMANOWSKA M., TROCKI M., WAWRZY尼亚K B.), Difin, W-wa, 1998.
- [5] Raport roczny Siemens za rok 1997, 1998.
- [6] ROSS I., EVA in Europe (w) <http://www.sternstewart.com/action/europe.shtml>.
- [7] RUDZKI P., *Siemens walczy o rentowność. Czas restrukturyzacji* [w] „Rzeczpospolita” Nr 1/1999.
- [8] STEWART B., *The quest for value, the EVA trade, management guide*, Harper Business, 1991.
- [9] WEISSENRIEDER F., *Economic Value Added or Cash Value Added?* [w] [http://hera.algonet.se/~fwcab/1/1\\_7.html](http://hera.algonet.se/~fwcab/1/1_7.html).

Autor – doktorant w Kolegium Zarządzania i Finansów SGH.

*Marcin Komor*

# Euromarketing Strategie marketingowe przedsiębiorstw na eurorynku

Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000

Głównym celem książki jest sformułowanie podstaw koncepcji euromarketingowej oraz wyjaśnienie znaczenia i funkcjonowania euromarketingu w ramach Europejskiego Rynku Wewnętrznego. Zamierzeniem pracy w warstwie poznawczej jest identyfikacja celów i strategii marketingowych oraz orientacji marketingowej przedsiębiorstw prowadzących aktywną działalność gospodarczą na obszarze Europejskiego Rynku Wewnętrznego. [...]

Książka jest przeznaczona dla studentów kierunków ekonomicznych uczelni wyższych, niepublicznych

szkół wyższych i szkół biznesu oraz studiów podyplomowych i szkoleń z zakresu tematyki europejskiej. Opracowanie niniejsze będzie również pomocne dla kierownictwa polskich przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą na obszarze eurorynku, firm prowadzących walkę konkurencyjną z korporacjami zachodnioeuropejskimi w Polsce, kadry menedżerskiej przedsiębiorstw różnych szczebli oraz zainteresowanych pracowników urzędów centralnych i samorządowych.

*Ze wstępu*