

*Jan Jeżak*

# Zarządzanie przedsiębiorstwem zorientowane na wzrost wartości dla jego właścicieli

## Powrót do dyskusji nad celami przedsiębiorstwa

**S**pecjaliści od zarządzania są na ogół zgodni co do tego, że najbardziej ogólnym celem przedsiębiorstwa są przetrwanie i rozwój. Warto podkreślić daleko idącą współzależność tych dwóch terminów. Sama egzystencja nie nastawiona na rozwój w warunkach rosnącej konkurencji oznaczałaby bowiem powolne obumieranie przedsiębiorstwa. Jest więc oczywiste, że w dłuższym okresie przedsiębiorca, aby zapewnić sobie przetrwanie, musi w istocie być nastawiony na rozwój – i to zarówno ilościowy, jak i jakościowy.

Z kolei w literaturze ekonomicznej nadal przeważa twierdzenie, że podstawowym celem przedsiębiorstwa jest generowanie zysków z zastrzeżeniem, że chodzi o zyski osiągane w dłuższym okresie. Podejście to trzeba jednak uznać za wtórne w stosunku do ujęcia poprzedniego. Aby trwać, a tym bardziej rozwijać się, przedsiębiorstwo musi generować zyski osiągane w dłuższym okresie, chociaż niekoniecznie musi to oznaczać tzw. dodatni wynik finansowy we wszystkich kolejnych okresach (latach). Zysk należy zatem traktować raczej jako instrument zapewnienia sobie przetrwania i rozwoju, aniżeli jako cel sam w sobie.

Bardzo poważnym – moim zdaniem – przewartościowaniem w kwestii celów przedsiębiorstwa jest eksponowany w ostatnich latach w krajach zachodnich, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, pogląd, że pierwszym celem kierownictwa przedsiębiorstwa jest **kreowanie wartości dla jego właścicieli**. Zdolność do powiększania tej wartości staje się obecnie głównym kryterium oceny – testem dla zespołów zarządzających. Jeżeli nawet rosną przychody i zyski spółki, ale równocześnie spadają ceny jej akcji, czyli zmniejsza się wartość rynkowa zaangażowanego kapitału, to jest to negatywny sygnał dla jej akcjonariuszy.

Przeprowadzone kilka lat temu badania przez sieć światową firmy PriceWaterhouseCoopers wykazały, że aż 93% szefów dużych spółek międzynarodowych uznaje wzrost wartości dla akcjonariuszy za swój największy priorytet.

## Co to jest wartość dla akcjonariuszy?

**J**ak zaznaczyliśmy wyżej, tradycyjnie mierniki oceny przedsiębiorstwa koncentrowały się na zysku bądź jego pochodnych. Tymczasem

zysk jako kryterium księgowe charakteryzuje się wieloma wadami. Po pierwsze, liczony jest w sposób memoriałowy, a zatem nie uwzględnia wielu realnych wpływów i wydatków dokonywanych w danym okresie. Problem obiektywizacji zysku próbuje się rozwiązać poprzez ocenę tzw. jakości zysku. Przeprowadza się to np. poprzez porównanie, na ile realizowany zysk jest powiązany z realnymi wpływami gotówki oraz czy dany zysk jest możliwy do powtórzenia w następnych okresach. Powyższa analiza zawiera wiele elementów subiektywnych wynikających ze sposobu interpretowania zasady ostrożnej wyceny oraz innych zasad księgowości. Możliwość stosowania różnych metod wyceny oraz różnych standardów księgowych może w znakomity sposób wpłynąć na wielkość wykazywanego zysku. Klasycznym już przykładem jest firma Daimler-Benz, która weszła w 1993 r. do publicznego obrotu na giełdzie nowojorskiej. Zgodnie z niemieckim prawem bilansowym i podatkowym, wykazywała wówczas 372 mln USD zysku, a zgodnie z prawem amerykańskim, poniosła 1,1 mld USD straty.

Po drugie, wiele dyskusji budzi sposób i zasadność tworzenia rezerw przez przedsiębiorstwa, np. trudno jest oszacować w sposób obiektywny rezerwy na nie spłacone należności, zjawiska nadzwyczajne, prawdopodobne straty. Sposób i termin zawiązywania bądź rozwiązywania rezerw ma bardzo często istotny wpływ na wielkość osiąganego zysku bądź straty.

Kolejna wada zysku w ujęciu księgowym to wyłączenie z obliczeń wymagań dotyczących przyszłych inwestycji. Wzrost firmy wymaga wzrostu nakładów, np. na wzrost kapitału obrotowego – należności, zapasów, co niekoniecznie jest wykazywane w zysku. Koszt powiększenia majątku obrotowego znajdzie swoje odzwierciedlenie dopiero w wynikach następnego okresu, np. poprzez zwiększone zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny i w rezultacie koszty jego obsługi.

Wreszcie, na bazie zysku budowane są wskaźniki efektywnościowe, takie jak: stopa zwrotu z kapitału własnego – ROE, zwrot z inwestycji – ROI, zysk na akcję – EPS. Te podstawowe wskaźniki, wykorzystywane do podejmowania decyzji, również mają swoje wady. Nie uwzględniają bowiem skali działania przedsiębiorstwa, możliwości efektywniejszego wykorzystania kapitałów własnych, kondycji finansowej badanej jednostki. Wielu inwestorów giełdowych koncentruje wprawdzie swoje zainteresowania na śledzeniu wskaźnika EPS, śledząc zyski z raportów kwartalnych. Jednakże wielokrotnie już przestrzegano w literaturze

fachowej, iż wzrost EPS niekoniecznie musi prowadzić do wzrostu wartości rynkowej. Analiza danych empirycznych dla giełdy amerykańskiej S&P 500 Index za lata 1986–96 nie wykazała zależności pomiędzy EPS a stopą zwrotu dla akcjonariuszy<sup>1)</sup>.

O tym, że sprawozdania finansowe opracowywane na bazie zysku nie zawsze odzwierciedlają wartość firmy, świadczą przykłady z parkietów wielu giełd papierów wartościowych, które były miejscem bankructw wielu „zyskownych” spółek. Przeprowadzone badania na temat zależności cen akcji od wskaźników finansowych ujawniły, iż tylko do 15% ceny akcji zależy od dochodu na akcję i aż 60% do 80% ceny akcji zależy od nadwyżki *cash flow*<sup>2)</sup>.

Kategoria zysku bilansowego nie obejmuje wreszcie czynnika czasu, co uniemożliwia porównywanie zysku w poszczególnych latach, zwłaszcza w okresach wysokiej inflacji. Występuje tu poważna rozbieżność pomiędzy kwalifikacją przychodów i kosztów do poszczególnych okresów a wpływami bądź wydatkami gotówkowymi.

Ze względu na wykazane wyżej wady zysku bilansowego (księgowego) oraz wskaźników na nim zbudowanych w teorii zarządzania finansami przedsiębiorstwa od wielu lat poszukiwano miernika, który usunąłby przytoczone wady i w sposób bardziej obiektywny pozwalałby mierzyć efektywność działania przedsiębiorstwa. Taką kategorią zostały przepływy pieniężne netto, często określane w literaturze angielskim terminem *Cash Flow* lub *Net Cash Flow*. Dla menedżera analizującego projekt inwestycyjny, najważniejszą informacją z punktu widzenia podejmowanych decyzji stała się nadwyżka środków pieniężnych generowanych przez projekt, a nie wartość zysku. Na bazie przepływów pieniężnych zbudowano wiele kategorii z zakresu inżynierii finansowej takich, jak:

- Przepływy środków pieniężnych:
  - ▲ wolne przepływy pieniężne (*Free Cash Flow*),
  - ▲ przepływy pieniężne przypadające na jedną akcję (*Cash Flow per Share*),
  - ▲ przepływy pieniężne z zainwestowanych środków pieniężnych (*Cash Flow Return on Investment*);
- Wartość dodana dla akcjonariuszy:
  - ▲ rynkowa wartość dodana (*Market Value Added*),
  - ▲ ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added*),
  - ▲ dodana wartość dla akcjonariuszy (*Shareholders Value Added*);
- Całkowity zwrot dla akcjonariuszy (*Total Shareholder Return*).

**Maksymalizacja wartości rynkowej kapitału własnego nazywana jest kreowaniem wartości dla akcjonariuszy (*Shareholder Value Creation*) [Rappaport] lub maksymalizowaniem ogółu korzyści akcjonariuszy z ich majątku zaangażowanego w przedsiębiorstwie, czyli tzw. bogactwa akcjonariuszy (*Shareholder's Wealth*) [Stewart]. Zarządzanie ukierunkowane na podniesienie wartości wymusza wprowadzenie zmian w przedsiębiorstwie, przynoszących największą wartość dla akcjonariuszy.**

Podejście to jest szczególnie popularne w literaturze amerykańskiej, gdzie instytucja akcjonariusza odgrywa zdecydowanie ważniejszą rolę niż w gospodar-

ce europejskiej. Kreowanie wartości wymaga jasnego i nie budzącego wątpliwości zdefiniowania stosunków własnościowych, które to relacje pozwalają właścicielom kapitału określać ich preferencję oraz nadzorować pomnażanie wartości.

Twórcą koncepcji wartości dodanej dla akcjonariusza (*Shareholder Value Added*) jest wspomniany już Alfred Rappaport poprzez swą pionierską pracę pt. *Creating Shareholder Value*, opublikowaną po raz pierwszy w 1986 roku.

Na wartość przedsiębiorstwa składa się zatem suma rynkowej wartości kapitału własnego oraz wartości pożyczonych kapitałów obcych. Kapitały własne stanowią wartość akcjonariuszy (*Shareholder Value*). Ujmując opisane zależności w równanie otrzymujemy:

$$\begin{aligned} & \text{Wartość przedsiębiorstwa} = \\ & = \text{Wartość dla akcjonariuszy} + \text{Zadłużenie} \end{aligned}$$

Przekształcając odpowiednio powyższe równanie otrzymujemy wartość dla akcjonariuszy:

$$\begin{aligned} & \text{Wartość dla akcjonariuszy} = \\ & = \text{Wartość przedsiębiorstwa} - \text{Zadłużenie} \end{aligned}$$

Z naszych dotychczasowych rozważań wynika, że wartość dla akcjonariuszy jest zdeterminowana przez wartość przedsiębiorstwa, na którą składają się dwa podstawowe elementy:

- aktualna wartość *cash flow* z operacji w całym okresie prognozowania,
- tzw. wartość rezydualna, która opisuje przyszłe *cash flow*, po okresie objętym prognozą.

W celu bardziej precyzyjnej analizy należy uwzględnić dodatkowo trzeci składnik, jakim jest aktualna wartość rynkowych papierów wartościowych będących w posiadaniu przedsiębiorstwa, które mogą być zamienione na gotówkę, a nie są bezpośrednio zaangażowane w podstawową działalność gospodarczą. Operacje na tych aktywach nie są ujęte w *cash flow* z działalności operacyjnej, lecz jako posiadające swoją wartość powinny być ujęte w ramach wyceny przedsiębiorstwa. Po uwzględnieniu powyższych uwag wzór na wartość przedsiębiorstwa otrzymuje postać:

$$\begin{aligned} \text{Wartość przedsiębiorstwa} = & \text{Aktualna wartość } \textit{cash flow} \text{ z działalności operacyjnej} + \\ & + \text{Wartość rezydualna} + \text{Wartość rynkowa} \\ & \text{papierów wartościowych} \end{aligned}$$

Aktualna wartość *cash flow* z działalności operacyjnej reprezentuje różnicę pomiędzy wpływami i wydatkami gotówki. Wyliczone na podstawie prognoz *cash flow* jest następnie sprowadzone do wartości bieżącej poprzez jego zdyskontowanie. Do dyskontowania wykorzystuje się koszt kapitału lub tzw. średnioważony koszt kapitału własnego i obcego (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*).

Wartość rezydualną wyznacza drugi składnik w tym równaniu. Jest to wartość oczekiwanych przepływów gotówkowych w trakcie kontynuacji, czyli po wyraźnie oznaczonym okresie prognozy. Przyjęcie uproszczonych założeń dotyczących kształtowania się

wyników firmy w tym okresie, np. stałej dynamiki wzrostu, pozwala na oszacowanie wartości rezydualnej na podstawie jednego z kilku wzorów. Pozwala to unikać sporządzania szczegółowych prognoz dla bardzo długich okresów. Należy dodać, że przy dokonywaniu każdej wyceny niezbędny jest wysokiej jakości szacunek wartości rezydualnej, ponieważ w większości wypadków stanowi ona duży odsetek łącznej wartości przedsiębiorstwa. Na podstawie badań przedsiębiorstw amerykańskich przeprowadzonych przez T. Copelanda ustalono, iż udział wartości rezydualnej w łącznej wartości przedsiębiorstwa waha się w granicach od 56% w przemyśle tytoniowym do 125% w przypadku przemysłu korzystającego z zaawansowanych technologii, gdzie bieżąca wartość przepływów gotówkowych jest ujemna (-25%)<sup>3)</sup>.

Wymienione wcześniej mierniki: rynkowa wartość dodana (MVA – *Market Value Added*) oraz ekonomiczna wartość dodana (EVA – *Economic Value Added*) zostały wypracowane przez firmę doradcą Stern Stewart & Co i opublikowane po raz pierwszy w 1982 r.<sup>4)</sup> Od tamtej pory system oparty na tych miernikach został wdrożony w około 300 firmach, m.in. takich, jak: Coca Cola, BP, General Electric, Hoechst, Lloyds Bank, Novo Nordisk, Siemens, Sony, Veba i inne.

Rynkowa wartość dodana (MVA) stanowi nadwyżkę wartości rynkowej przedsiębiorstwa (liczba akcji × aktualna cena rynkowa jednej akcji) nad wartością księgową kapitału akcyjnego (wszystkie pozycje pasywów pomniejszone o zadłużenie).

Ekonomiczna wartość dodana (EVA) oznacza z kolei nadwyżkę ekonomiczną – zysk ekonomiczny, który jest czymś innym niż zysk księgowy<sup>5)</sup>. Firma tworzy tę nadwyżkę, **jeżeli zwrot z zainwestowanego kapitału jest wyższy od kosztu kapitału**. Pojęcie zwrotu z kapitału funkcjonuje oczywiście od dawna, ale nie zawsze uświadamiano sobie, że kapitał własny ma też swoją cenę, wynikającą z tzw. alternatywnego kosztu lokowania kapitału.

Wartość EVA, czyli zysk ekonomiczny wylicza się wg wzoru:

$$\begin{aligned} \text{Ekonomiczna wartość dodana} &= \text{zysk operacyjny} \\ &\text{po opodatkowaniu} - \\ &- (\text{koszt kapitału} \times \text{kapitał zaangażowany}) \end{aligned}$$

Formuła ta oznacza, że EVA jest różnicą pomiędzy zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a **sumą**, która firma płaci za użytkowany przez siebie kapitał.

W przypadku przyjęcia relacji zysku operacyjnego po opodatkowaniu do kapitału jako realnej stopy zwrotu, zaś kosztu kapitału jako średnio ważonego kosztu kapitału (własnego i obcego) (WACC) otrzymujemy wzór następujący:

$$\begin{aligned} \text{Ekonomiczna wartość dodana} &= \\ &= (\text{stopa zwrotu} - \text{koszt kapitału}) \times \\ &\times \text{kapitał zaangażowany} \end{aligned}$$

Obydwie przytoczone formuły prowadzą do konkluzji, że przedsiębiorstwo jest warte więcej od sumy zainwestowanego w nim kapitału, jeżeli zarabia wię-

cej niż wynosi jego WACC, czyli średnioważony koszt tego kapitału. I odwrotnie – jeżeli zarabia mniej niż jego WACC, to wartość przedsiębiorstwa jest niższa od sumy zainwestowanego kapitału.

Istnieje ścisły związek pomiędzy MVA i EVA w tym sensie, że wskaźnik EVA dotyczy zawsze konkretnego okresu (t), bieżącego lub przyszłego. Stąd też ocena zdolności przedsiębiorstwa do kreowania wartości dodanej dokonywana przez rynek kapitałowy zależy od kształtowania się wskaźników ekonomicznej wartości dodanej w przyszłości. Suma zdyskontowanych wartości wskaźników EVA<sub>t</sub>, które przedsiębiorstwo, zgodnie z przyjętymi przez siebie planami rozwoju, ma osiągnąć w przyszłości, wyznacza rynkową wartość dodaną (MVA).

Warunkiem niezbędnym poprawności powyższego równania jest założenie o efektywności rynku kapitałowego, czyli, że ceny akcji dobrze odzwierciedlają wszystkie informacje dotyczące efektów przyszłych działań przedsiębiorstwa.

Całkowity zwrot dla akcjonariuszy (TSR – *Total Shareholder Return*) obejmuje wszystkie zyski, jakie może osiągnąć akcjonariusz ze swojej inwestycji, tzn. z tytułu wzrostu wartości akcji (jako różnica pomiędzy ceną nabycia a ceną sprzedaży) oraz z uzyskiwanych dywidend w okresie posiadania akcji spółki.

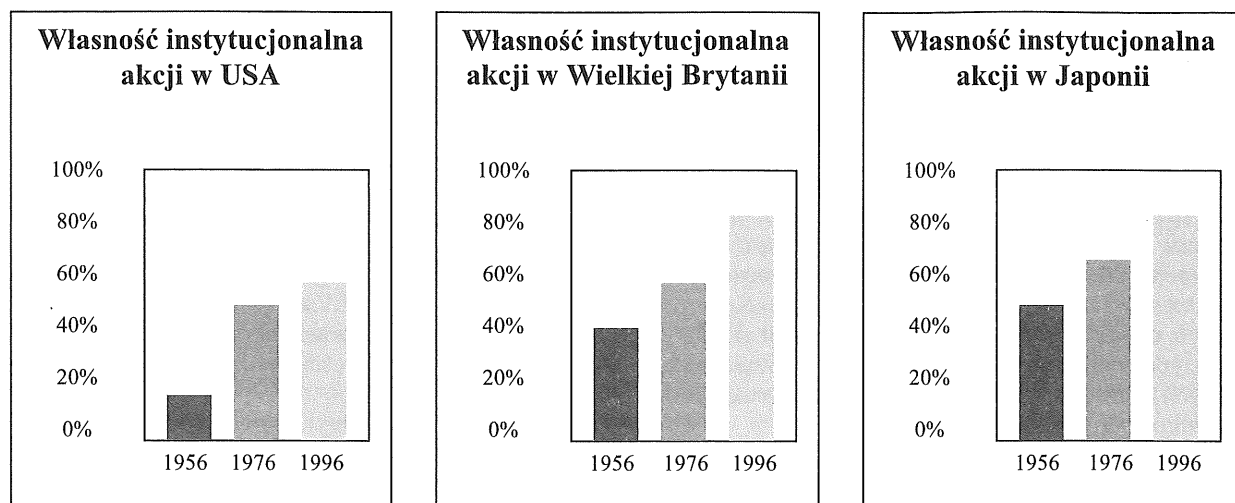
Podstawowa różnica pomiędzy tradycyjnymi metodami wyceny wartości przedsiębiorstwa a opisywanym wyżej podejściem wynika z uświadomienia sobie roli i kosztu kapitału własnego. Metodologia ta pozwala ocenić, jaka musi być dochodowość spółki, aby uzasadnić wykorzystanie zaangażowanych zasobów kapitałowych w przedsiębiorstwie. Proponowane metody wyceny koncentrują się na przyszłości, na oczekiwanych wynikach, a nie na danych historycznych. Jest to powszechnie zgodne ze sposobem postrzegania rzeczywistości przez rynki kapitałowe, które koncentrują się na zdarzeniach przyszłych i ich antycypowaniu, dyskontując w cenie akcji wszystkie pozyskane informacje. Opisane nowe podejście do wyceny wartości przedsiębiorstwa pozwala w zdecydowanej większości uniknąć błędów związanych z szerokim stosowaniem kategorii powstających w systemie rachunkowości finansowej.

### Dlaczego wartość dla akcjonariuszy stała się strategicznym celem zarządów spółek

**M**ozna wymienić co najmniej cztery powody, dla których jesteśmy świadkami takiego oto przeobrażenia w strukturze celów przedsiębiorstw:

**Po pierwsze, wzrost rozmiarów oraz ekspansja kapitału prywatnego w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej.** Ostatnie półwiecze to proces systematycznego gromadzenia bogactwa przez tamtejsze społeczeństwa, napędzany przez coraz szybszy postęp techniczny oraz ciągły rozwój handlu międzynarodowego. Coraz więcej ludzi dokonuje prywatnych inwestycji, aby zapewnić sobie większą emeryturę, dodatkowe ubezpieczenia zdrowotne czy po prostu szybsze pomnażanie swych oszczędności. Zjawia-

Rys. 1. Rozwój akcjonariatu instytucjonalnego



Źródło: Międzynarodowa Federacja Rynków Papierów Wartościowych, Giełda Papierów Wartościowych w Londynie oraz obliczenia firmy Price Waterhouse (przytoczono za: A. BLOCK, Ph. WRIGHT, J.E. BACHMAN, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000).

sko to doprowadziło z kolei do dynamicznego rozwoju rynków kapitałowych, w szczególności rynków akcji, a w ślad za tym wzrostu znaczenia tzw. inwestorów instytucjonalnych, tj. funduszy powierniczych, funduszy emerytalnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych. Inwestorzy instytucjonalni gromadzą środki pochodzące od inwestorów indywidualnych, którzy oczekują coraz wyższych zysków. W związku z tym inwestorzy instytucjonalni domagają się coraz większej wartości od spółek, czyli wzrostu cen ich akcji.

Ponieważ odsetek akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych rośnie (patrz rys. 1), ich głos oraz wpływ na zarządy staje się coraz większy.

**Po drugie, powstanie globalnego rynku aktywów finansowych.** Na mocy różnych układów typu GATT (Układ Ogólny w sprawie Cel i Handlu), redukujących bariery handlowe (taryfowe i pozataryfowe) już od 1970 r. rozwijają się w coraz szerszym zakresie globalne rynki towarów i usług. Natomiast większość ograniczeń w międzynarodowych transferach kapitału usunięto dopiero w latach 80. w wyniku porozumień pomiędzy krajami członkowskimi OECD (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju). Inwestowanie za granicą stało się również zjawiskiem powszechnym, a spółki konkurujące na rynkach międzynarodowych zabiegają dzisiaj nie tylko o klientów czy też o pracowników, ale także o kapitał. Przyciągnięcie kapitału zależy oczywiście od tego, czy jest się atrakcyjnym miejscem do zainwestowania z punktu widzenia wartości dodanej dla potencjalnych akcjonariuszy, w tym odpowiedniej premii za ryzyko.

Istotnym czynnikiem transferów kapitałowych jest również wzajemna relacja pomiędzy tzw. walutą bazową inwestora a walutą lokalną. Inwestor, np. fundusz inwestycyjny musi bowiem zazwyczaj regulować zobowiązania wobec swoich klientów w swej walucie bazowej. Zasada równowagi pomiędzy aktywami a pasywami zmusza zatem inwestorów do stałego ana-

lizowania pozycji swej waluty bazowej. Względy te powodują, że przeważająca część międzynarodowych inwestycji kapitałowych lokowana jest w akcjach oraz papierach dłużnych, czyli w instrumentach o wysokim stopniu płynności.

Ogólnie rzecz biorąc, jest to ciągle niewielka część lokowanych kapitałów, co oznacza, że proces globalizacji rynku międzynarodowych aktywów finansowych jest właściwie w fazie wstępnej. W najbliższych latach należy się jednak liczyć z jego poważnym przyspieszeniem, między innymi w związku z rozwojem amerykańskiego rynku NASDAQ (System Zautomatyzowanych Kwotowań Krajowego Stowarzyszenia Dealerów Papierów Wartościowych) i promowaniem tego systemu poza Ameryką Północną.

**Rozwój technologii informatycznych oraz telekomunikacyjnych.** Dzięki nowoczesnym technologiom informatycznym oraz telekomunikacyjnym pieniądze mogą być dzisiaj transferowane do różnych zakątków świata w ciągu kilku sekund. To samo dotyczy informacji dostępnych inwestorom. Dysponują oni nie tylko szybkimi sieciami informacyjnymi, ale także specjalistycznym oprogramowaniem, które uwolniło ich od skomplikowanych obliczeń, a pozwala skoncentrować się na analizie jakości strategicznego myślenia i zarządzania w poszczególnych spółkach.

Ponadto na użytek inwestorów pracują specjalistyczne bazy danych. Firmy takie, jak Reuters czy Bloomberg dostarczają w systemie *on-line* wiadomości i informacje rynkowe z całego świata. W związku z tym spółki, które prowadzą „otwartą” politykę informacyjną i utrzymują stałe kontakty z inwestorami przyciągają kapitał szybciej niż te, które zazdrośnie strzegą swych tajemnic.

**Niebezpieczeństwo wrogiego przejęcia.** Firmy zarządzające nieefektywnie, z punktu widzenia wartości dla akcjonariuszy, mają relatywnie niską wycenę rynkową i w tej sytuacji stają się atrakcyjnym

Rys. 2. Wartość dla akcjonariuszy jako łącznik pomiędzy klientem a inwestorem



Źródło: A. BLOCK, Ph. WRIGHT, J.E. BACHMAN, W *poszukiwaniu wartości...*, op.cit., s. 84.

celem przejęcia przez lepiej zarządzanych konkurentów z sektora lub przez inwestorów finansowych, np. poprzez tzw. wykup lewarowany lub wykup menedżerski. Zjawisko wrogich przejęć rozpowszechnione już od wielu lat w krajach o rozwiniętych rynkach kapitałowych, takich jak USA oraz Wlk. Brytania, ostatnio dociera również do gospodarek bardziej etatystycznych, ale stopniowo liberalizujących się (Francja, Niemcy, Włochy). W tej sytuacji umiejętność obrony spółki przed „najeźdźcami” stała się jednym z ważniejszych kryteriów oceny menedżmentu w rozwiniętej gospodarce rynkowej.

Najbardziej skuteczną formą reakcji na to wyzwanie jest – jak wykazuje to doświadczenie wielu spółek – tworzenie strategii oraz systemów zarządzania skierowanych na tworzenie wartości dodanej dla akcjonariuszy.

### Wdrożenie systemu zarządzania zorientowanego na wzrost wartości dla akcjonariuszy

**D**otychczas starałem się wykazać, dlaczego warto skupić nasze myślenie i działanie strategiczne na wartości dla akcjonariuszy. Obecnie nadeszła pora na zastanowienie się, co oznacza przyjęcie takiego założenia w praktyce, czyli jak powinien przebiegać proces maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla jego udziałowców (akcjonariuszy).

Według ekspertów z firmy PriceWaterhouseCoopers pierwszym warunkiem skutecznego wdrażania tej idei jest silne zaangażowanie się zarządu spółki i zrozumienie, że niezależnie od przyjętej formuły wartości dla akcjonariuszy (SVA, MVA czy EVA) rynek wymaga, **aby zainwestowany kapitał generował stopę zwrotu przynajmniej na poziomie jego kosztu alternatywnego**<sup>6)</sup>. Zrozumienie tego faktu jest źródłem energii umożliwiającym głębokie przemiany w całej spółce. Wówczas zarządzanie oparte na wartości może obejmować wszystko: strategię generalną, strategię rodzajowe i funkcjonalne, pomiar osiągnięć, nagrody, organizację procesów operacyjnych, wymianę informacji, czyli komunikację i wreszcie kulturę organizacji.

Zastosowanie zaleceń teorii *shareholder value* wnosi ze sobą do przedsiębiorstwa – zdaniem wspomnianych autorów – wielki potencjał poprawy wyni-

ków na wszystkich poziomach działania. Oprócz tego, że może ono ułatwić spełnienie wysokich wymagań inwestorów, będzie także skutkowało – dodają – dramatycznym przekształceniem sposobu prowadzenia przedsiębiorstwa.

Jest rzeczą zaskakującą, że wprawdzie zwrot dla inwestora można było dotychczas wyliczyć co do trzeciego miejsca po przecinku, wyliczenia te miały bardzo niewielki wpływ na zmianę zachowań przedsiębiorstw. Na często stawiane pytanie wśród menedżerów, co wybrać spośród rozlicznych „czynników”, „wskaźników” i innych wymiernych wielkości oraz na czym się skoncentrować – nie było jasnej odpowiedzi. Odpowiedzią – według teorii *shareholder value* – jest uproszczenie tej sytuacji poprzez wysunięcie na pierwszy plan zewnętrznego punktu widzenia, opartego na perspektywie akcjonariusza.

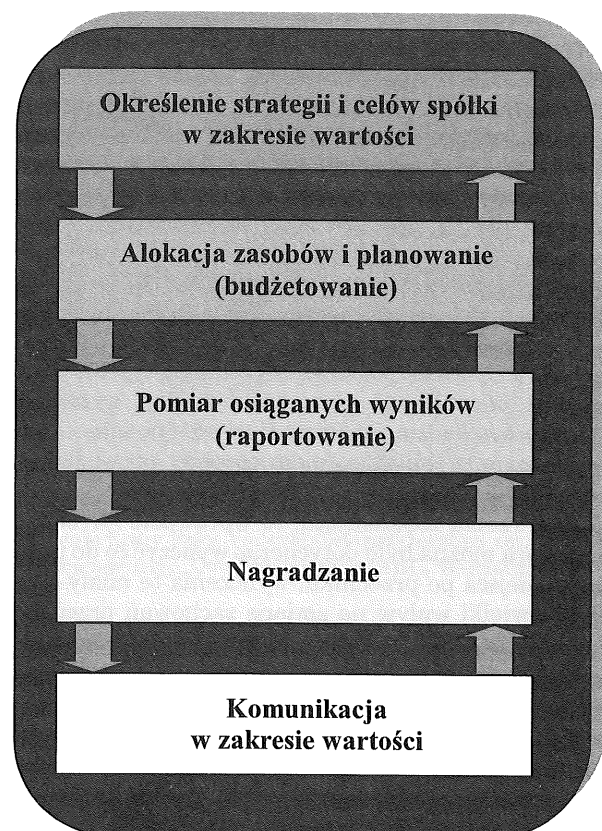
Perspektywa taka oznacza, że o ile dotychczas praktykowane mierniki finansowe bazowały na rachunkowości finansowej zorientowanej na przeszłość, to dzisiaj konieczne jest przede wszystkim **patrzenie w przyszłość – poprzez pryzmat wskaźników, którymi posługuje się rynek kapitałowy**. Chodzi o ocenę danego podmiotu gospodarczego bez koncentrowania się zbyt mocno na jego dotychczasowych dokonaniach, a raczej na tym, co może on wytworzyć w przyszłości.

Osnową zarządzania opartego na wartości (VBM) jest trójczłonowy proces. Jego elementy to: tworzenie wartości, utrzymanie wartości oraz realizacja wartości – patrz rys. 2.

Rozpoczynając od wytworzenia wartości dla klientów, czyli od zdolności do zaoferowania czegoś (wyrobu lub usługi), co ma wartość dla klienta po cenie stanowiącej warunek wprowadzenia odpowiedniego poziomu zwrotu na kapitale, spółka musi następnie, wykorzystując własne atuty (technologia, efektywność produkcji i sprzedaży, odpowiednie struktury cenowe) dopilnować, aby to, co zostało osiągnięte, nie zostało stracone przez brak wydajności, złe gospodarowanie aktywami czy też niewłaściwe zarządzanie ryzykiem.

Faza realizacji wartości odbywa się poprzez aprecjacje kapitału oraz wypłacanie dywidendy. W większości wypadków zasadniczą część zwrotu dla inwestora pochodzi z aprecjacji kapitału. Jest to faza często lekceważona przez spółki. Uznanie inwestorów zdobywają tylko te, które dostarczają rynkowi wiarygodnych i szybkich informacji, są przejrzyste, dobrze

Rys. 3. Pięć zasadniczych procesów dotyczących budowania wartości dla akcjonariuszy



Źródło: Opracowane na podstawie: T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Wycena...*, op.cit., s. 101–108 oraz A. BLOCK, Ph. WRIGHT, J. E. BACHMAN, *W poszukiwaniu...*, op.cit., s. 89–112.

zorganizowane i nie zaśmiecają zbędnymi danymi ścieżki informacyjnej pomiędzy spółką a rynkiem.

Według specjalistów istnieje pięć zasadniczych procesów zarządzających prowadzących do wdrożenia systemu *value based management* (VBM) – patrz rys. 3.

Ta sekwencja **cele, plany, pomiar, nagrody i komunikacja** nie jest sama w sobie oryginalna. Jej *novum* polega natomiast na tym, że usiłuje ona poprzez napełnienie nową treścią związać i utrzymać w perspektywie długoterminowej dwie wartości, a mianowicie wartość dla klientów oraz wartość dla inwestorów.

Podstawowym zadaniem tych procesów jest zrozumienie czynników kreujących wartość oraz świadomość, gdzie, w których miejscach jest ona tworzona, a gdzie jest burzona. Szczegółowe analizy przeprowadzone w całym przedsiębiorstwie powinny doprowadzić do stworzenia listy mikroczynników, czyli tych konkretnych elementów (zwanymi generatorami wartości), które mają kreatywny lub destrukcyjny wpływ na ostateczny rezultat, jakim jest wartość dla akcjonariuszy. Umożliwiają one porównanie z tego punktu widzenia różnych jednostek biznesu w ramach tego samego przedsiębiorstwa, jak również porównanie

danej firmy z innymi firmami z danego sektora. Dzięki tej analizie można określić obszary potencjalnego rozwoju firmy oraz obszary mające negatywny wpływ na wartość dla akcjonariuszy.

W każdej firmie różne czynniki determinują wzrost jej wartości. Studia i analizy prowadzone w różnych krajach świata prowadzą jednak do wniosku, że niektóre determinanty pełnią rolę generatorów wartości niemal powszechnie. Należą do nich przykładowo<sup>7)</sup>:

- wzrost sprzedaży,
- marża zysku operacyjnego,
- efektywna stopa podatku,
- poziom kapitału obrotowego,
- dynamika inwestowania,
- średnioważony koszt kapitału,
- okres przewagi nad konkurencją.

Identyfikacja i *benchmarking* najważniejszych generatorów wartości prowadzi bezpośrednio do określenia strategii wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla jego właścicieli lub potencjalnych inwestorów.

Podsumowując, zarządzanie ukierunkowane na podnoszenie wartości jest nową filozofią zarządzania powstałą w kontekście rosnących wymagań właścicieli co do wzrostu wartości firmy. Właściciel, np. fundusz inwestycyjny, stawia określone i konkretne cele strategiczne, np. 40% udziału w rynku, 18% wzrostu wolnych przepływów pieniężnych. I kierownictwo musi te cele zrealizować. Zmiany mieszczące się w wyżej wspomnianej filozofii dotyczą w zasadzie wszystkiego, od strategii firmy począwszy, a na szczegółowych rozwiązaniach operacyjnych, np. systemie raportowania skończywszy. Jest to w moim przekonaniu idea, która, jak dotychczas chyba najlepiej, pomaga firmie powiązać zarządzanie strategiczne z zarządzaniem operacyjnym. Myślenie o wartości musi bowiem łączyć ze sobą, a właściwie scalać dwa tak ważne obszary zarządzania, jak strategia i finanse.

Jan Jeżak

#### PRZYPISY

- <sup>1)</sup> A. RAPPAPORT, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG PRESS, Warszawa 1999, s. 20–21.
- <sup>2)</sup> A. BLACK, P. WRIGHT, J.E. BACHMAN, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariusza*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 53.
- <sup>3)</sup> T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG PRESS, Warszawa 1997, s. 265.
- <sup>4)</sup> Szerzej na ten temat zob. G.B. STEWART III, *The Quest for Value*, Harper Business, 1999.
- <sup>5)</sup> Pojęcie zysku ekonomicznego, znane już od czasów Alfreda Marshalla, tym różni się od zysku księgowego, że przy jego obliczaniu spółka musi uwzględnić koszt całego kapitału, a nie tylko odsetki od kapitału obcego.
- <sup>6)</sup> A. BLACK, Ph. WRIGHT, J.E. BACHMAN, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, op. cit., s. 82 i następne.
- <sup>7)</sup> P. DRISCOLL, *Value Builder: Enhancing Shareholder Value*, Warsaw Corporate Center, 1997.

Autor jest profesorem Uniwersytetu Łódzkiego i kierownikiem Katedry Zarządzania Przedsiębiorstwem tej uczelni