

Jan Jeżak

Wzrost wartości dla akcjonariuszy jako strategiczny cel przedsiębiorstwa

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 34, 65-71

2000

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez **Muzeum Historii Polski** w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JAN JEŻAK

*Wzrost wartości dla akcjonariuszy
jako strategiczny cel przedsiębiorstwa*

Value Based Management for the Shareholders as a Strategic Aim of the Enterprise

Zachodni teoretycy zarządzania, w szczególności autorzy amerykańscy oraz brytyjscy, coraz częściej formułują pogląd, że pierwszym celem kierownictwa przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla jego właścicieli.¹ Właściciele zapewniają bowiem kapitał nie tylko na uruchomienie przedsiębiorstwa, ale także na jego dalszą ekspansję.

Firma stanowi zawsze pewną wartość dla obecnych i potencjalnych akcjonariuszy, jeżeli władze spółki potrafią systematycznie zwiększać tę wartość ponad koszt pozyskania kapitału. Zdolność do kreowania tej wartości staje się głównym kryterium oceny zespołów zarządzających. Jeżeli rośnie sprzedaż, przychody i zyski spółki, ale spadają ceny akcji, to jest to negatywny sygnał dla jej akcjonariuszy. Ostatnie badania prowadzone przez sieć światową firmy audytorskiej Price Waterhouse dowodzą, że aż 93% szefów dużych spółek uznaje wzrost wartości dla akcjonariuszy za swój największy priorytet.

Skupianie uwagi zarządów spółek na wzroście wartości dla akcjonariuszy bierze się przede wszystkim z określonych tendencji na światowych rynkach finansowych. Obok rosnących transferów kapitału pomiędzy różnymi krajami i regionami świata coraz wyraźniej widać rosnącą rolę na tych rynkach tzw. inwestorów instytucjonalnych, tj. funduszy powierniczych, funduszy emerytalnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych. Inwestorzy instytucjonalni gromadzą fundusze od inwestorów indywidualnych, którzy oczekują coraz wyższych zysków. W związku z tym inwestorzy instytucjonalni domagają się wzrostu cen akcji oraz skuteczniejszego zarządzania.

¹ Zob. np.: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation. Measuring and Managing The Value of Companies*, J. Wiley & Sons, Inc., New York 1995 oraz J. A Knight, *Value Base Management*, Mc Graw Hill, New York 1997.

Ponieważ odsetek akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych rośnie, ich głos oraz wpływ na zarządy spółek staje się coraz większy. Np. w latach 1992-1995 amerykańscy inwestorzy instytucjonalni zwiększyli swe zaangażowanie o 3,5 biliona dolarów. Polscy inwestorzy instytucjonalni również systematycznie powiększają swe zaangażowanie w akcje różnych spółek, np. w końcu 1997 r. fundusz powierniczy Pioneer posiadał udziały w 68 spółkach obecnych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, fundusz Przymerze w 41 spółkach, Fidelia w 13 spółkach, Atut także w 13 spółkach.

Co to jest wartość firmy dla akcjonariusza? Najprostsza odpowiedź to różnica pomiędzy gotówką zainwestowaną w zakup akcji a gotówką uzyskaną z ich sprzedaży. Chcąc być bardziej precyzyjnym można odpowiedzieć, iż jest to różnica pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa a wartością zainwestowanego kapitału. Wartość rynkowa firmy jest przy tym zdeterminowana w większym stopniu przez tzw. przyszłe wolne strumienie pieniężne (free cash flow) aniżeli przez planowane przychody i zyski. Wychodzi się bowiem z założenia, że zmiany na rynku i w otoczeniu firmy zachodzą szybciej niż sprawozdania finansowe są to w stanie pokazać – zgodnie z powiedzeniem „Zysk jest opinią o stanie przedsiębiorstwa, poziom gotówki faktem!”.

Widoczne przesunięcie akcentów w spojrzeniu inwestorów na formę dotyczy zresztą nie tylko samych wskaźników finansowych, ale i pozostałych sfer jej działania (zob. ryc. 1).

Przychody i zyski	→	Generowana gotówka
Udział w rynku	→	Wartość udziału w rynku
Siła produktu	→	Siła i lojalność klienta
Nowoczesna technologia	→	Model funkcjonowania, elastyczność
System motywacyjny	→	Opcja na akcje dla menedżerów i pracowników

Źródło: opracowanie własne.

Ryc. 1. Nowe priorytety w ocenie wartości firmy przez inwestorów
New priorities in assessing a firm's value by the investors

Wprowadzenie zarządzania zorientowanego na kreowanie wartości wymaga nie tylko odpowiednich zmian we wskaźnikach – celach finansowych, ale także, a może przede wszystkim zmian w filozofii i metodach zarządzania całą organizacją. Wszystkie poziomy zarządzania muszą uczestniczyć w procesie generowania gotówki. Zarządzanie ukierunkowane na podniesienie wartości jako filozofia musi zejść w dół do każdej jednostki biznesu (zakładu, oddziału) i do każdej funkcji danego biznesu; każda część organizacji może bowiem przyczynić się do wzrostu wartości tej organizacji lub też do jej burzenia.

Poziom I, rozumiane w ten sposób zarządzanie spółką to tworzenie koncepcji poprawy działalności dla podniesienia wartości na podstawie zewnętrznej analizy i studiów porównawczych z innymi spółkami (benchmarking strategiczny). Koncepcja ta powinna zawierać m. in.:

- skorygowane cele spółki i jej jednostek organizacyjnych pod kątem uwzględnienia oczekiwań inwestorów co do wartości firmy,
- narzędzia analityczne (wskaźniki, procedury, programy komputerowe) wspomagające proces podejmowania odpowiednich decyzji,
- system bodźców skorelowanych z rezultatami procesu tworzenia wartości.

Poziom II, to operacyjne wdrożenie zasad tworzenia wartości do planowania i podejmowania decyzji w poszczególnych jednostkach biznesu (wydziałach), zasad powstałych na podstawie wewnętrznej analizy porównawczej. Chodzi tutaj o postrzeganie poszczególnych jednostek, a następnie zarządzanie nimi jako oddzielnymi firmami. Ta dekompozycja firmy ma wywołać w zarządach i pracownikach myślenie kategoriami przedsiębiorcy dążącego do zwiększania wolnych przepływów pieniężnych.

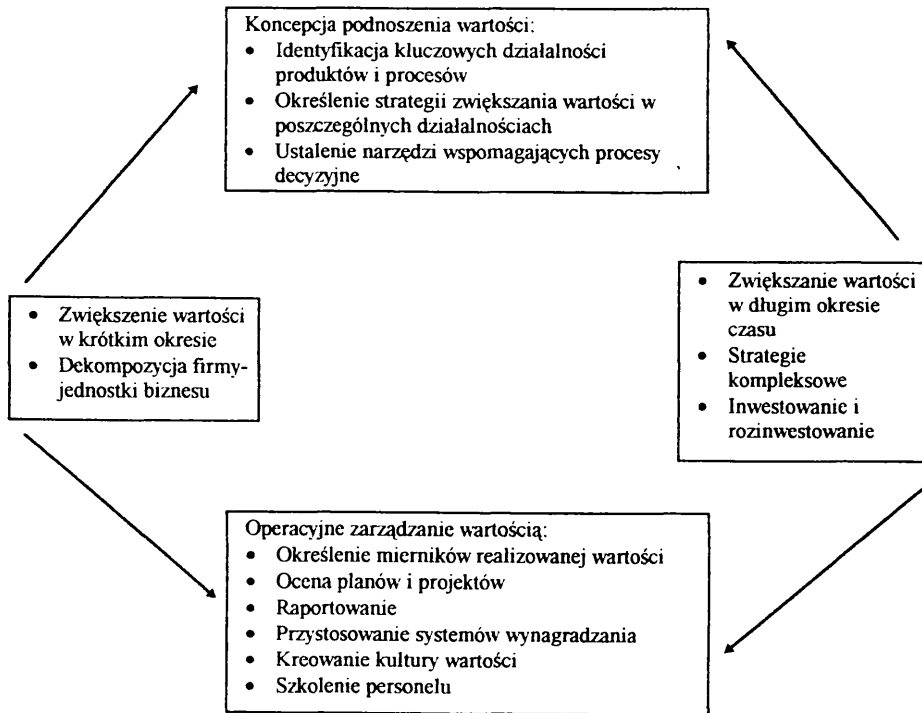
Poziom III, to zarządzanie procesem kreowania wartości poprzez zintegrowanie procesów analizy wartości i osiągniętych rezultatów z systemami wynagradzania i premiowania.

Ponieważ procesy te mają charakter ciągły, nieodzownym warunkiem ich skuteczności jest nowoczesny i kompleksowy system informatyczny. Ważniejsze elementy systemu zarządzania wartością w nieco uproszczonym ujęciu przedstawia ryc. 2.

Niezwykle ważnym instrumentem zarządzania zorientowanego na podnoszenie wartości są tzw. generatory wartości. Należy przez nie rozumieć czynniki mające kreatywny lub destruktywny wpływ na ostateczny rezultat, jakim jest wartość firmy dla akcjonariusza. Umożliwiają one porównywanie z tego punktu widzenia różnych jednostek biznesu w ramach tego samego przedsiębiorstwa, jak również porównywanie danej firmy z różnymi firmami z danego sektora. Dzięki tej analizie można określić obszary potencjalnego rozwoju firmy oraz obszary mające negatywny wpływ na wartość firmy dla akcjonariusza. Identyfikacja i benchmarking najważniejszych generatorów wartości prowadzi bezpośrednio do określenia strategii wzrostu wartości dla danej firmy.

Każdy biznes i każda firma ma oczywiście swoją specyfikę. Jest – jak słusznie zauważa M. Porter² – kolekcją rozmaitych działalności, rozmaitych produktów, rynków, dostawców. W każdej firmie różne mogą być też czynniki determinujące wzrost jej wartości. Studia i analizy wykonywane w wielu krajach świata prowadzą jednak do wniosku, że niektóre determinanty pełnią rolę generatorów wartości niemal powszechnie. Według analityków firmy audytorskiej Price Waterhouse można wyróżnić siedem takich uniwersalnych generatorów wartości. Są to: wzrost sprzedaży, marża zysku operacyjnego, efektywna stopa

² M. Porter, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, 1985.



Źródło: opracowanie własne.

Ryc. 2. Elementy systemu zarządzania wartością
Elements of a value management system

podatku, kapitał obrotowy, inwestycje, średnioważony koszt kapitału, okres przewagi nad konkurencją.

Co ważniejsze, wpływ każdego z nich na wzrost lub spadek wartości może być bardzo różny (patrz tab. 1). Analizując zestawienie w tabeli 1 w aspekcie możliwości zwiększania wartości polskich przedsiębiorstw, należałoby sugerować w pierwszym rzędzie działania prowadzące do zwiększania sprzedaży, ale w jeszcze większym stopniu do poprawy zyskowności wszystkich produktów, usług i realizowanych przedsięwzięć. Spore rezerwy kryją się także w odpowiednim planowaniu obciążeń podatkowych, w analizie zarządzania kapitałem obrotowym, np. zapasami, w sposobie prowadzenia inwestycji, np. zamrożenie środków przez niesolidnego wykonawcę, w źródłach pozyskiwania kapitału (nie zawsze kredyt musi być droższy od środków uzyskanych poprzez nową emisję) i wreszcie w niedoszacowaniu lub przecenieniu okresu przewagi nad konkurencją. W niektórych przemysłach przewaga ta może trwać czasem i 5 lat, a w innych, np. w produkcji mikroprocesorów, okres ten trwa zaledwie pół roku.

Tab. 1. Siła wpływu generatorów wartości
The strenght of influence of value generators

Nazwa generatora	Zmiana	Stopień wpływu na wartość dla akcjonariuszy
Wzrost sprzedaży	+1%	+12%
Marża zysku operacyjnego	+1%	+23%
Efektywna stopa podatkowa	-1%	+2%
Kapitał obrotowy	-1%	+7%
Inwestycje	-1%	+5%
Koszt kapitału	-1%	+10%
Okres przewagi	+1%	+17%

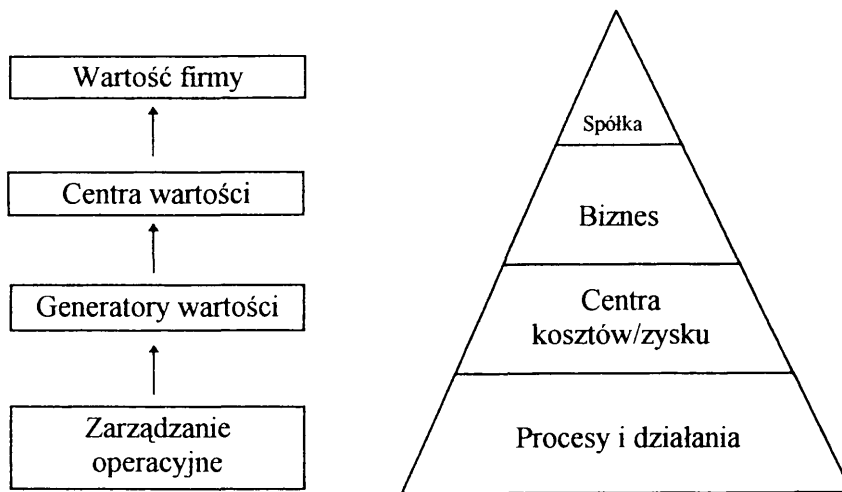
Źródło: Driscoll P., *Value Builder: Enhancing Shareholder Value*, Warsaw Corporate Center, 1997.

Realizowana konsekwentnie filozofia zarządzania wartością ma wreszcie tę zaletę, że prowadzi jakby przy okazji do uzyskania przez firmę liczących się korzyści konkurencyjnych. A oto kilka z nich:

- bardziej klarowna podstawa do inwestowania i rozwoju firmy. Otrzymując kompleksowy obraz wartości firmy jednocześnie widzimy bardziej wyraźnie te kierunki (obszary działalności), które mają przyszłość i te, które powinny być ograniczane (zmniejszające wartość),
- łatwiejszy szacunek przyszłych źródeł finansowania firmy,
- lepsze relacje z inwestorami,
- większe zaufanie akcjonariuszy do kierownictwa,
- mniejsze niebezpieczeństwo niepożądanych przejęć lub nieoczekiwanych interwencji inwestorów.

Reasumując, zarządzanie ukierunkowane na podnoszenie wartości jest nową filozofią zarządzania powstałą w kontekście rosnących wymagań właścicieli co do wzrostu wartości firmy. Właściciel stawia np. na fundusz inwestycyjny określone i konkretne cele strategiczne, np. 40% udziału w rynku, 18% wzrost wolnych przepływów pieniężnych i kierownictwo musi te cele zrealizować. Zmiany mieszczące się we wspomnianej filozofii dotyczą w zasadzie wszystkiego, od strategii firmy począwszy, a na szczegółowych rozwiązaniach operacyjnych, np. systemie raportowania, skończywszy (zob. ryc. 3). Jest to w naszym 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.

Zarządzanie przez kreowanie wartości nie jest jednak, co warto zaznaczyć łatwe. Nie ma rozwiązań, które pozwalałyby na szybkie jego wdrożenie. Ale mimo to najlepsze firmy na świecie wdrażają obecnie tę technologię zarządzania. Kierownictwo każdej firmy musi bowiem myśleć kategoriami właścicieli oraz



Źródło: opracowanie własne.

Ryc. 3. Zarządzanie wartością jako zintegrowany system
Value management as an integrated system

potencjalnych inwestorów. Prowadząc regularną analizę przyszłych przepływów pieniężnych oraz identyfikację procesów zwiększających lub obniżających wartość firmy w poszczególnych jednostkach biznesu (centrach wartości) wcześniej lub później zaczynamy odnosić wyraźne korzyści. Potwierdzają to wyniki wielu spółek publicznych, które od kilku lat posługują się formułą zarządzania zorientowanego na kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Np. Polfa Kutno dzięki utworzeniu trzech autonomicznych oddziałów oraz sprzedaż zakładu spoza branży farmaceutycznej odnotowała wzrost zysku o 49% (lata 1995 -1996) oraz sześciokrotny wzrost kursu akcji od debiutu na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych w 1995 r.

Przedstawiona logika zarządzania wartością spółki została wdrożona między innymi w spółkach należących do portfela inwestycyjnego Pierwszego Narodowego Funduszu Inwestycyjnego. Na przykład w Zakładach „Lentex” S.A., dzięki zastosowaniu systemu Value Base Management, poprawiły się wyniki finansowe Spółki (zysk netto wzrósł z 11 mln zł w 1995 r. do 16,5 mln zł w 1997 r.), wzrosło również średnie wynagrodzenie (o 31% w 1997 r., w stosunku do 1996 r.), a wartość rynkowa akcji „Lentexu” ustabilizowała się na poziomie dwukrotnie przewyższającym cenę emisyjną – Spółka uznana została za najlepszego debiutanta giełdowego w 1997 r. Innym przykładem jest Fabryka Wyrobów Runowych „Runotex” S.A. Spółka znajdująca się w 1995 r. w trudnej sytuacji finansowej (strata) wskutek konsekwentnego wdrożenia systemu Value Base Management już w 1996 r. osiągnęła dodatni wynik finansowy (0,4 mln zł)

i wynik ten systematycznie poprawia (2,2 mln zł w 1997 r., prognoza na 1998 r. – 4,6 mln zł).

O skuteczności przedstawionego instrumentarium świadczą również wyniki netto wszystkich spółek z portfela wiodącego Pierwszego NFI. Jeżeli na koniec 1995 r., a więc w momencie uruchomienia Programu spółki te generowały łącznie stratę w wysokości 48 mln zł, to w 1996 r. strata ta zmniejszyła się do 2 mln zł, by w 1997 r. przekształcić się w zysk netto w wysokości 26 mln zł z prognozą na 1998 r. w wysokości 69 mln zł.

SUMMARY

The purpose of the present study is to present the essence and the most important elements of value based management. That value is first of all determined by so-called free cash flow generated by a firm. The first part presents the philosophy and main premises which induce the managers to the introduction of value based management. Next, the very process of management through value creation is characterized, while the final part lists the advantages won by the firm and the shareholders thanks to the presented technology of management.