

Andrzej Szablewski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – logika i prawidłowości

### Geneza i rozwój koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Źródłem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa należy doszukiwać w istocie gospodarki rynkowej. To człowiek ze swoimi pragnieniami, aspiracjami, działaniami pobudza biznes, kreując i zaspokajając swoje potrzeby. Dbałość o realizację własnego interesu stymuluje jednostki do aktywnego, przedsiębiorczego działania, mającego przy tym bezpośredni wpływ na dobrobyt społeczny, na co wskazywał już A. Smith<sup>1</sup>. Zwracał on także uwagę na niezbędność przestrzegania w gospodarce rynkowej podstawowych norm etyczno-moralnych: uczciwości, dotrzymywania zawieranych umów, zaufania w relacjach między podmiotami gospodarczymi.

A. Marshall sformułował koncepcję dochodu rezydualnego, podkreślając, iż przedsiębiorstwa generuje prawdziwy zysk ekonomiczny dopiero po pokryciu kosztu kapitału własnego i obcego<sup>2</sup>. Stworzył tym samym podwaliny pod przyszłą analizę rzeczywistych (a nie księgowych) miar rezultatów działalności przedsiębiorstw.

Kilka dziesięcioleci później M.H. Miller i F. Modigliani udowodnili, iż wartość spółki i oczekiwaną stopę zwrotu przez inwestorów określają: dochód ekonomiczny i poziom ryzyka<sup>3</sup>. Podkreślili, iż zdyskontowane przepływy gotówki (DCF) oraz wartość bieżąca netto (NPV) określają sposób reakcji rynków kapitałowych i stają się podstawą mikroekonomicznych decyzji menedżerów w przedsiębiorstwie.

Ekspansję nurtu teoretycznego i praktycznego zarządzania wartością firmy zawdzięczamy w znacznym stopniu A. Rappaportowi<sup>4</sup>. Autor, profesor finansów z Kalifornii, rozwinął kompleksową koncepcję kreowania wartości spółki kapitałowej dla akcjonariuszy. Przede wszystkim akcentował konieczność koncentracji uwagi menedżerów na maksymalizacji generowania wolnych przepływów pieniężnych i ich znaczenia jako podstawy wyceny spółki przez rynek kapitałowy. Obnażył słabości zysku i innych księgowych miar oceny rezultatów spółek; wprowadził miernik wartości dodanej dla akcjonariuszy (Shareholder Value Added = SVA) i rozwinął finansowe czynniki wzrostu wartości. Wreszcie, przedstawił sposoby powiązania systemu wynagradzania menedżerów ze wzrostem wartości dla akcjonariuszy, a także niezbędność właściwego komunikowania wartości inwestorom.

Propozycję nowych mierników oceny spółek rozwinął G.B. III Stewart<sup>5</sup>, rekomendując ekonomiczną i rynkową wartość dodaną. Ekonomiczną wartość dodaną (Economic Value Added = EVA) zdefiniował jako różnicę między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a kosztem kapitału własnego i obcego. Ekonomiczna wartość dodana została rozpowszechniona nie tylko jako miernik oceny rezultatów firmy, ale także jako podstawa teoretyczna zarządzania jej finansami oraz konstrukcja systemu motywowania menedżerów. Rynkową wartość dodaną (Market Value Added = MVA) określił Stewart jako różnicę między wartością rynkową spółki a rynkową wartością jej kapitałów: własnych i obcych zainwestowanych w przedsiębiorstwo. Stanowi ona zewnętrzną miarę bogactwa dla inwestorów, kreowanego przez spółkę.

Dla rozwoju koncepcji zarządzania wartością firmy w ostatnich 20 latach szczególne znaczenie odegrały cztery idee:

<sup>1</sup> A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa 1954.

<sup>2</sup> A. Marshall, *Zasady ekonomiki*, Warszawa 1890.

<sup>3</sup> M.H. Miller; F. Modigliani, *Dividend policy, Growth and the Valuation of Share*, "The Journal of Business" 1961, no. 34.

<sup>4</sup> A. Rappaport, *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York 1986.

<sup>5</sup> G.B. III Stewart, *The Quest for Value. The EVA™ Management Guide*, Harper Business, New York 1991.

- wykorzystanie strategicznej karty wyników Kaplana i Nortona<sup>6</sup> w celu formułowania strategii budowania wartości przedsiębiorstwa. Karta wyników zawiera szczegółowe cele firmy, mierniki ich realizacji, podejmowane inicjatywy, budżet i system kontroli w czterech równoważnych perspektywach przedsiębiorstwa: finansowej, klienta, procesów operacyjnych oraz rozwoju i wzrostu,
- wzrost znaczenia niematerialnych źródeł wartości<sup>7</sup>, szczególnie kapitału intelektualnego<sup>8</sup> wraz z próbami szacowania jego wpływu na proces kreowania wartości firmy,
- podporządkowanie marketingu strategii budowania wartości firmy dla udziałowców<sup>9</sup> z analizą rentowności wydatków marketingowych i czynników określających marżę netto marketingu oraz rozwój badań w zakresie zarządzania wartością klienta,
- pełnoprawne uznanie społecznych celów przedsiębiorstwa – na równi z ekonomicznymi – oraz systemów wartości decydujących o odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstwa wraz z postulatem jego zrównoważonego rozwoju.

### Globalne wyzwania dla zarządzania wartością

Dla ewolucji koncepcji zarządzania wartością firmy i wyborów strategicznych przedsiębiorstw niezwykle istotne są implikacje wynikające z obecnej fazy globalizacji i prognoz dotyczących gospodarki w najbliższych dziesięcioleciach. Pięć takich implikacji warto uwypuklić:

- głęboka polaryzacja dynamiki gospodarczej poszczególnych regionów i państw. Spowolnienie wzrostu gospodarczego w najbardziej rozwiniętych gospodarkach (USA, Japonii, Niemczech, W. Brytanii, Kanadzie, Włoszech czy Francji) do 1-2% wzrostu PKB rocznie nie wpłynęło na znaczące obniżenie tempa wzrostu w globalnej gospodarce (3,9% w 2008 i 3,7% w 2009 wg najnowszych prognoz MFW). *Emerging markets* rozwijają się szybciej dzięki wymianie handlowej, napływowi do nich kapitału i rekompensują obniżone tempo wzrostu najbardziej dojrzałych gospodarek świata. Wyłaniające się nowe potęgi gospodarcze już stanowią perspektywiczne rynki zbytu dla rosnących firm,
- w globalnych przepływach kapitału swoistym fenomenem – z punktu widzenia dynamiki gromadzenia kapitału i kierunku inwestowania – stały się państwowe fundusze inwestycyjne (Sovereign Wealth Funds = SWF). Na koniec 2007 r. aktywa będące w zarządzaniu przez te fundusze szacowano na 3,5 bln \$, tj. powyżej łącznych aktywów funduszy hedgingowych (ok. 1,5 bln \$) oraz funduszy *private equity* (ok. 1,5 bln \$). Pierwotnie źródłem funduszy SWF były rezerwy dewizowe; inwestowane one były w instrumenty dłużne i obligacje rządowe krajów najbardziej rozwiniętych. Gwałtownie rosnący nowy kapitał, pochodzący z dochodów ze sprzedaży surowców: ropy naftowej, gazu, miedzi i innych, a także z rezerw dewizowych (Chiny, Singapur, Rosja, Norwegia, kraje Bliskiego Wschodu) wraz z niskimi stopami zwrotu z inwestycji w obligacje rządowe oraz deprecjacją dolara skłonił SWF do aktywniejszego inwestowania w akcje wiodących globalnych korporacji, w tym głównie instytucje finansowe poszukujące kapitału dla pokrycia poniesionych w latach 2007-2008 strat. Wszystko wskazuje na rosnące znaczenie funduszy SWF jako nowych dawców długoterminowego kapitału dla rozwoju globalnych i regionalnych przedsiębiorstw,
- przepływowi kapitału towarzyszy migracja wartości wiodących spółek publicznych świata. Nowe wydają się być dwa zjawiska: przyspieszenie przepływu kapitału między sektorami gospodarki i przedsiębiorstwami w poszczególnych krajach oraz dramatyczne wzrosty i spadki wartości rynkowej spółek w relatywnie krótkim okresie 2002-2008. Kapitały i wartość migruje do spółek chińskich, indyjskich, rosyjskich, brazylijskich i to z różnych sektorów (telekomunikacja, ropa

<sup>6</sup> R.S. Kaplan, D.P. Norton, *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, PWN, Warszawa 2002.

<sup>7</sup> *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006.

<sup>8</sup> L. Edvinsson, M.S. Malone, *Kapitał intelektualny. Poznaj prawdziwą wartość swego przedsiębiorstwa, odkrywając jej ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001.

<sup>9</sup> P. Doyle, *Marketing wartości*, Felberg SJA, Warszawa 2003.

- i gaz, bankowość). Tracą dynamikę i wartość spółki amerykańskie i japońskie<sup>10</sup>. Z tej ważnej obserwacji wynika wiele dla strategii budowania wartości spółek polskich,
- hipoteza przemienności rynków<sup>11</sup> sugeruje głębokie i gwałtowne zmiany na światowym rynku pieniężnym w nadchodzącym dziesięcioleciu 2010-2020. Analiza popytu i podaży na główne rodzaje walut, w połączeniu z różną dynamiką PKB w poszczególnych krajach, nadwyżkami i deficytami wymiany handlowej oraz wzrostem stanu rezerw dewizowych pozwala przypuszczać, iż będziemy mieli do czynienia z postępującą aprecjacją EURO i wzrostem jej znaczenia jako drugiej waluty rezerwowej świata, trwałym osłabianiem się dolara amerykańskiego w następstwie dotychczasowych i nowych strukturalnych przyczyn, umacnianiem się chińskiego RMB, także pretendenta do światowej waluty rezerwowej, oraz aprecjacje rubla z aspiracją stania się regionalną walutą rezerwową. Te wysoce prawdopodobne zmiany wymagają dostosowywania strategii przedsiębiorstw działających na globalnych rynkach i uwzględniania wpływu zmian relacji pieniężnych na wyniki i perspektywy rozwoju firm,
  - eksplozję klasy średniej na świecie. Przewiduje się, iż do 2030 r. powstanie blisko 2 mld dodatkowej oprócz obecnej klasy średniej. W samych Chinach do tego czasu liczba osób należących do klasy średniej zwiększy się z 56 mln w 2000 r. do około 361 mln w 2030 r., tj. więcej niż obecna ludność USA! Towarzyszyć temu będzie znaczący wzrost rozporządzalnych dochodów stymulujących rozwój biznesu i przedsiębiorstw. Trend ten dotyczy nie tylko krajów BRICs, ale również wielu krajów Azji, Europy Środkowo-Wschodniej, Bliskiego Wschodu i Ameryki Łacińskiej oraz Afryki. Tworzy on wielkie szanse dla wzrostu wartości globalnych i regionalnych przedsiębiorstw.

### Logika i schemat zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

Punktem wyjścia procesu zarządzania przedsiębiorstwem jest sposób myślenia i podejmowania decyzji przez menedżerów. Menedżerami są osoby wszystkich szczebli i poziomów zarządzania, jeśli w następstwie swych decyzji wpływają na bieżącą i/lub przyszłą sytuację finansową firmy, zatem nie tylko zarządy i kluczowi dyrektorzy. Zasadą systemu zarządzania ukierunkowanego na wartość jest ściśle powiązanie wynagradzania menedżerów z kreowaną wartością dla właścicieli przedsiębiorstwa<sup>12</sup>, ściślej uzyskiwaną stopą zwrotu z zainwestowanego przez właścicieli kapitału. Wówczas decyzje menedżerów, zarówno strategiczne, jak i operacyjne, nie tylko zwiększają bogactwo akcjonariuszy, ale również podnoszą poziom i jakość życia oszczędzających obywateli.

Można wyróżnić cztery podstawowe obszary zarządzania wartością przedsiębiorstwa:

- a) **proces kreowania wartości dla akcjonariuszy i kreowania wartości spółki.** Nasuwają się zwłaszcza pytania: kiedy spółka kreuje wartość dla właścicieli oraz jakie są główne źródła i generatory wartości. Spółka kreuje wartość dla właścicieli, gdy „osiągana przez nich całkowita stopa zwrotu z akcji przewyższa stopę progową, jaką jest stopa kosztu inwestowanego przez nich kapitału. Kreacja wartości spółki polega natomiast na osiągnięciu takiej stopy zwrotu z kapitału będącego w dyspozycji spółki i zainwestowanego w jej aktywa (załóżmy na chwilę dla uproszczenia, że jest to tylko kapitał własny), która przewyższa tę samą, co w przypadku kreacji wartości dla akcjonariuszy stopę progową”<sup>13</sup>.

Wśród źródeł wartości trzeba przytoczyć za A. Rappaportem finansowe: wzrost sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, stopę podatkową w gotówce, wielkość kapitału pracującego i majątku trwałego, średni ważony koszt kapitału oraz okres kreowania wartości dla akcjonariuszy. Ponadto należy odnotować marketingowe źródła wartości: lojalność klientów i zdolność ich pozyskiwania, umiejętność opanowania nowych rynków i nowych kanałów dystrybucji, a także korzystne aliansy i przejęcia. Wreszcie

<sup>10</sup> www.fortune.Global2000.com.

<sup>11</sup> A. Szablewski, *Co sugeruje hipoteza przemienności rynków?*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2008, nr 1(6), s. 24-30.

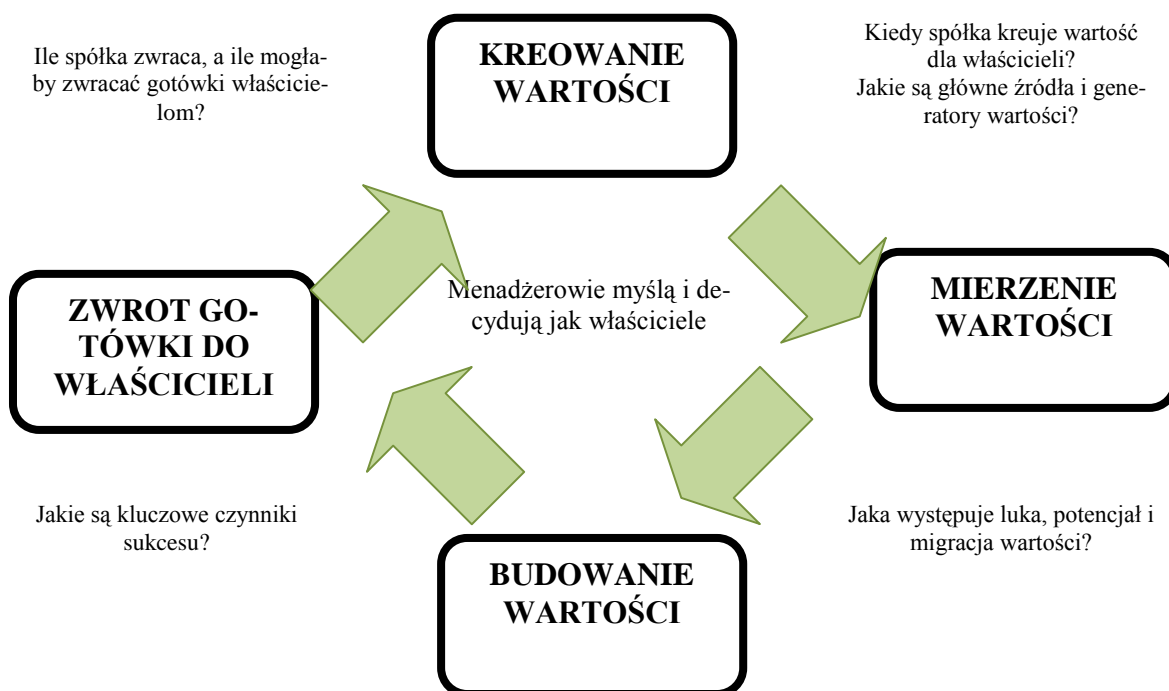
<sup>12</sup> A. Cwynar; W. Cwynar: *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości – Wydawnictwo WSiLiZ, Warszawa – Rzeszów, 2007.

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 29.

rośnie znaczenie niematerialnych generatorów wartości: kapitału intelektualnego, zdolności do innowacji, siła marki, skutecznej logistyki, kultury wewnętrznej i reputacji społecznej przedsiębiorstwa,

- b) mierzenie wartości przedsiębiorstwa wraz z próbą odpowiedzi na pytanie, jaka występuje luka wartości i jej potencjał w stosunku do wiodących spółek na świecie oraz jak migruje kapitał i wartość między regionami świata, sektorami i przedsiębiorstwami. Mierzenie wartości spółki – przy pomocy różnych metod<sup>14</sup> – jest procesem ciągłym i pożądanym z punktu widzenia stałej konfrontacji efektów realizowanej strategii wzrostu z założonymi celami przedsiębiorstwa,
- c) długoterminowy proces budowania wartości. Wymaga on przyjęcia strategii budowy wartości firmy przez władze statutowe i zmiany kultury przedsiębiorstwa. Niezwykle pomocne jest wykorzystanie strategicznej karty wyników z jej czterema perspektywami dla formułowania, realizacji i kontroli strategii budowania wartości. Uzgodnienie celów w kategoriach wartości (np. podwojenie bieżącej wartości w perspektywie 3-5 lat) oraz sposobów wzrostu (organiczny, połączony z atrakcyjnymi, przejęciami i fuzjami) zaczyna się jednak od przyjęcia wyznaczonych wartości, misji i wizji przedsiębiorstwa. Podstawowe pytanie, jakie się nasuwa, to jakie są kluczowe czynniki sukcesu realizowanej strategii budowy wartości,
- d) zwrot gotówki do właścicieli w formie dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych przez spółkę w celu ich umorzenia. Podstawowe pytanie brzmi: ile spółka zwraca gotówki właścicielom, a ile mogłaby zwracać? Zatem punkt ciężkości spoczywa na gotówce, a nie zysku oraz udziale zwracanej gotówki w wolnych przepływach pieniężnych dla akcjonariuszy. Odnotujmy, iż właściciele niezależnie od wzrostu/spadku kursów akcji coraz silniej domagają się systematycznych (i rosnących) korzyści z tytułu zainwestowanego w przeszłości kapitału w przedsiębiorstwo.

**Schemat zarządzania wartością przedsiębiorstwa.**



Źródło: Opracowanie własne.

<sup>14</sup> *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2006.

## Ogólne prawidłowości zarządzania

### a) Przekształcanie przedsiębiorstwa z krajowego w regionalne i globalne – konsekwentnie, rok po roku, z budową pełnego łańcucha wartości

Budowa wartości przedsiębiorstwa to nie tylko, jak niektórzy uważają, wykorzystanie inżynierii finansowej, ale przede wszystkim fundamentalne zmiany w funkcjonowaniu i strategii w procesie wzrostu firmy. Wszystkie globalne korporacje kiedyś były „małe”. Jedne w krótkim okresie (20 lat – Microsoft), inne w średnim (40-50 lat – Wal-Mart), inne – w jeszcze dłuższych (powyżej 50 lat – BASF) przekształciły się w wiodące przedsiębiorstwa świata. Podkreślić należy znaczenie integracji pionowej i poziomej wraz z budową pełnego łańcucha wartości, tj. od prac badawczych, poprzez pozyskiwanie surowca, jego przetworzenie, sprzedaż gotowych produktów i usług, marketing, własną logistykę dostaw do finalnego odbiorcy. Ma wówczas miejsce maksymalizacja marż i wartości we wszystkich etapach biznesu.

### b) Koncentracja uwagi na KLIENCIE, ze zindywidualizowanym podejściem do różnych jego grup, budowaniem trwałych relacji oraz kreowaniem nowych rynków

Wiele lat temu P. Drucker podkreślał, iż „cel biznesu możemy określić tylko w jeden poprawny sposób: przedsiębiorstwo istnieje, aby przysparzać sobie klientów”<sup>15</sup>. Współcześnie dla przedsiębiorstwa klienci stanowią najcenniejszy zasób (choć niewidoczny w bilansie) oraz główne źródło wartości, bowiem:

- generują gotówkę i zyski, niezbędne dla egzystencji i rozwoju firmy,
- zapewniają realizację celu wszystkim interesariuszy przedsiębiorstwa: właścicieli, pracowników, dostawców, pożyczkodawców, społeczności lokalnych i budżetu państwa,
- tworzą warunki do bezpiecznego obrotu i wzrostu gospodarczego.

Firmy wizjonerskie zawsze koncentrowały się na kliencie. Jakże dosadnie formułował swoje *credo* założyciel i wieloletni prezes Wall-Mart, S. Wolton: „Stawiamy klienta ponad wszystkim innym. Jeśli nie obsługujesz klienta lub nie pomagasz tym, którzy to robią, nie potrzebujemy cię”.

Współcześnie punkt ciężkości w strategii przedsiębiorstwa przesuwa się na trwałe powiększanie kapitału i wartości klienta oraz podporządkowaniu marketingu zarządzaniu wartością klienta. Klienci firmy stanowią kluczowe aktywa finansowe i zarządzanie nimi jest nie mniej istotne od zarządzania finansami<sup>16</sup>. Dzieje się to w warunkach presji rosnącego globalnego popytu, hiperkonkurencji, swobodnego przepływu idei, ludzi, towarów i usług oraz eksplozji klasy średniej. Kapitał klienta, początkowo obejmujący wszystkie relacje z klientami przedsiębiorstwa (w tym z konsumentami, dostawcami, partnerami, inwestorami, itp.), coraz powszechniej traktowany jest jako odrębna i samodzielna kategoria kapitału bezpośrednio związanego z rynkiem oraz relacjami i więziami z klientem. Uznaje się, że na kapitał klienta mają wpływ trzy czynniki: wartość klienta, kapitał marki oraz kapitał relacji. Kapitał klienta dotyczy przy tym dotychczasowych klientów (jako rezultat efektywności przeszłych strategii marketingowych) oraz potencjalnych klientów i sprzedaży dodatkowej. Natomiast wartość klienta stanowi finansową miarę jego kapitału, stanowi szacunek zysku lub przepływów pieniężnych generowanych przez klientów dotychczasowych, potencjalnych oraz sprzedaż dodatkową.

### c) Dążenie do uzyskiwania stałego, znaczącego – w sposób trwały i ciągły –wzrostu przychodów wraz z dywersyfikacją jego źródeł

Z doświadczeń przodujących spółek świata (Coca Cola, General Electric, Vodafone) wynika znaczenie trwałości i ciągłości istotnego (tj. powyżej 10% rocznie) wzrostu przychodów w dłuższym okresie czasu. Towarzyszy temu dywersyfikacja źródeł przychodów (ryunki, produkty, segmenty) mającą na celu zapewnienie trwałego wzrostu firmy (podczas dekonjunktury na poszczególnych rynkach) i zmniejszenie wielu rodzajów ryzyka prowadzonej działalności<sup>17</sup> (handlowego, stopy procentowej, kursów wymiany walut itd.).

### d) Orientacja na generowanie rosnącej gotówki z działalności podstawowej – jako głównego czynnika wyceny spółki przez rynek kapitałowy

To w istocie najważniejszy finansowy czynnik wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Klasyczny przykład to polska prywatna spółka w sektorze medialnym – TVN, która uzyskała w latach 2002-

<sup>15</sup> P.F. Drucker, *Myśli przewodnie DRUCKERA*, Wydawnictwo MTBiznes Sp. z o.o., Warszawa 2002, s. 40.

<sup>16</sup> Ph. Kotler, *Marketing*, Dom Wydawniczy REBIS, Poznań 2005.

<sup>17</sup> K. Jajuga, *Elementy nauki o finansach. Kategorie i instrumenty finansowe*, PWE, Warszawa 2007.

2006 4-krotny wzrost gotówki z działalności operacyjnej, tj. z 100 mln zł do blisko 400 mln zł. W tym samym okresie konkurent – Agora SA – nie powiększyła wielkości generowanej gotówki.

**e) Inwestycje i dezinwestycje – traktowane łącznie i oceniane wg tych samych kryteriów**

Bardzo klarowne są kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych i dezinwestycji przez BASF:

- wzrost (spadek) przychodów w stosunku do rynku powyżej (poniżej) 2 punktów procentowych,
- ROCE > WACC w każdym segmencie rynku i biznesie,
- nabywane obszary działalności powinny być chłonne na innowacje oraz zwiększać wartość dla klientów i przedsiębiorstwa,
- akwizycje lub dezinwestycje powinny zapewniać zrównoważenie portfolio prowadzonej działalności, zmniejsza to bowiem wrażliwość na cykle koniunkturalne oraz przedłuża czas życia produktów.

**f) Pozyskiwanie najlepszych menedżerów, silna i długoterminowa ich motywacja, troska o rozwój kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa**

Menedżerowie, ich innowacyjność w działaniu, upór i konsekwencja wraz z silną motywacją wynagradzania za wzrost wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy w długim okresie czasu mają decydujące znaczenie dla strategii budowania wartości. Szczegółowe rozwiązania są różne, ważne, żeby posiadały walor skuteczności<sup>18</sup>.

**g) Rosnące inwestycje w badania i rozwój**

Inwestowanie w odkrycia, rozwój produktów i usług, następnie ich komercjalizacja staje się podstawą trwałości wzrostu przychodów i wysokiej rentowności firmy. Stąd też wzrost wydatków na te cele – jako wymiernego udziału w przychodach firmy – stanowi ważny element długofalowej strategii podnoszenia wartości przedsiębiorstwa.

**h) Inwestowanie w markę (marki) przedsiębiorstwa**

Inwestowanie w markę firmy realizuje nie tylko cele marketingowe, ale współcześnie buduje także wiarygodność i wzmacnia zaufanie do przedsiębiorstwa. Stanowi zatem ważny element strategii poprawy jego konkurencyjności i wartości.

**i) Przestrzeganie zasad etyki i społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa wraz z szerszym wykorzystaniem jego strategicznej filantropii, kreującej przyszłych klientów na przyszłych rynkach**

Warto podkreślić teoretyczne argumenty przemawiające za upowszechnieniem społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Porter i Kramer<sup>19</sup> za najważniejsze uznają:

- obowiązek moralny,
- zasadę zrównoważonego rozwoju,
- przyzwolenie na prowadzenie działalności,
- reputację firmy.

Podkreślając pogłębianie się współzależności rozwojowych między firmami a społeczeństwem, formułują postulat przestrzegania zasady obopólnej korzyści (*shared value*) w następstwie decyzji biznesowych i społecznych przedsiębiorstwa, cele społeczne i ekonomiczne nie są bowiem rozdzielne – jak sugerował M. Friedman – lecz wzajemnie ze sobą powiązane i integralne.

Nowego znaczenia nabiera również podejście do działań w zakresie filantropii przedsiębiorstwa w kontekście długoterminowej strategii podwyższania jego konkurencyjności i wartości. Filantropia spleta się współcześnie z biznesem, kreuje przyszłych, nowych klientów oraz przyszłe, nowe rynki zbytu. Wyłaniają się zatem nowe funkcje filantropii przedsiębiorstwa w postaci budowania zaufania do niego i wiarygodności oraz kreowania przyszłych, nowych klientów i rynków zbytu.

**j) Stały, rosnący transfer korzyści do akcjonariuszy w postaci dywidendy i wykupu akcji własnych**

Akcjonariusze spółek kapitałowych oczekują nie tylko zysków z tytułu wzrostu cen akcji, lecz stałych co roku korzyści w postaci dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych przez spółkę w celu ich umorzenia. Historia dywidend liczy ponad 200 lat. Najlepsze praktyki to rosnąca polityka dywi-

<sup>18</sup> A. Cwynar; W. Cwynar, *op.cit.*, s. 221-273.

<sup>19</sup> M.E. Porter, M.R. Kramer, *Strategia a społeczeństwo: społeczna odpowiedzialność biznesu – pożyteczna moda czy nowy element strategii konkurencyjnej?*, „Harvard Business Review” Polska 2007, nr 5, s. 77-94.

dendy na akcję, także w okresie wahań zysku na akcję. Od ponad 30 lat dużą popularnością cieszą się wykupu akcji własnych przez spółki i ich umarżanie. Są one bardziej elastyczne jako formy korzyści dla akcjonariuszy. Wiodące spółki świata (GE, Microsoft, Wal-Mart, Vodafone, BASF) stosują politykę rosnących dywidend na akcję oraz zwiększanie gotówki przeznaczonej na wykupy akcji i tym samym zmniejszanie ich ilości w obrocie publicznym. Narastanie presji inwestorów na przeznaczanie coraz większych środków pieniężnych przez przedsiębiorstwa na dywidendę i wykup akcji własnych następuje zwłaszcza w okresach bessy na rynku i braku zysków kapitałowych.

#### **k) Raportowanie i controlling wartości**

Współpraca firmy ze społecznością finansową i raportowanie wartości wywiera długookresowo pozytywny wpływ na wycenę spółki przez rynek kapitałowy. Szczególnie istotne jest przestrzeganie podstawowych zasad współpracy z inwestorami: prawdziwości, kompleksowości, ciągłości, szybkości, zrozumiałości i przejrzystości przekazywanych informacji. Łącuch raportowania jest szeroki i obejmuje zarząd, radę nadzorczą, niezależnych audytorów, media, analityków, inwestorów, partnerów społecznych i społeczności lokalne, instytucje uchwalające prawo, regulatorów rynku, przy wykorzystaniu nowoczesnych technologii raportowania. Szeroki jest również zakres raportowania: od bogatej informacji finansowej, po analizę strategii i planów przedsiębiorstwa, do projektowania przekształceń w przedsiębiorstwie i budowania kultury wartości.

Controlling wartości dotyczy trzech obszarów działalności przedsiębiorstwa:

- wzrostu,
- rentowności,
- ryzyka.

Trwały, rentowny wzrost stanowi podstawową przesłankę maksymalizacji wartości firmy. Także zwiększanie poziomu zaangażowanego (własnego i obcego) kapitału prowadzi do wzrostu wartości. Wreszcie obniżanie ryzyka przy danym poziomie wzrostu i rentowności umożliwia wzrost wartości przedsiębiorstwa. Stąd też potrzeba koncentracji uwagi na przechodzeniu od wzrostu sprzedaży przy osiągniętym poziomie rentowności do wzrostu sprzedaży z towarzyszącą mu poprawą rentowności (controlling sprzedaży). Równocześnie niezbędne jest nabywanie umiejętności planowania poprawy rentowności całego zaangażowanego kapitału i jego porównywania z faktycznie uzyskiwanym poziomem (controlling rentowności, zawierający m.in.: controlling ekonomicznej wartości dodanej, EVA, controlling generowanej gotówki). Wreszcie controlling ryzyka to analiza szerokiego spektrum rodzajów ryzyka: od ryzyka struktury i sieci powiązań z klientami i dostawcami, do wielu wymiarów ryzyka finansowego (ryzyka utraty płynności i wypłacalności, ryzyka nadmiernego zadłużenia, ryzyka kursowego itp.), aż do ryzyka utraty poziomu konkurencyjności oferowanych dóbr i usług.

## **Konkluzje**

Koncepcja zarządzania wartością firmy i jej ważne elementy składowe stanowią przedmiot okresowej krytyki. Dotyczy ona zwłaszcza czterech elementów:

- nadmiernego uprzywilejowania jednej grup interesów w przedsiębiorstwie, tj. akcjonariuszy,
- uspołecznienia kosztów i prywatyzacji zysków,
- oderwania wynagrodzeń menedżerów od wzrostu wartości firmy,
- koncentracji uwagi na finansowych źródłach i strategiach budowy wartości.

Krytyka ta w znacznym stopniu wydaje się uzasadniona i wymaga odniesienia. „Korporacje – powiada E. Mączyńska – ze względu na ich konstrukcje prawną i prawnie usankcjonowane cele działalności, czyli pomnażanie wartości rynkowej i zysków, są z definicji ukierunkowane na maksymalną eksternizację kosztów”<sup>20</sup>. „Niech płacą inni” – powiada J. Bakan. A J.K. Galbraith formułuje to jeszcze bardziej dosadnie: „Mit władzy inwestora, służebnego akcjonariusza, rytualne zebrania rad nadzorczych i doroczne zebrania akcjonariuszy trwają nadal, lecz żaden kompetentny umysłowo obserwator współczesnej korporacji nie może uciec od rzeczywistości. Władzę w korporacji sprawuje kierownictwo – biurokracja kontrolująca swe zadania i swe wynagrodzenia. Nagrody mogą sięgać

<sup>20</sup> E. Mączyńska, *Niszcząca siła korporacji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2006, nr 1, s. 82.

granic kradzieży”<sup>21</sup>. Podobne, krytyczne opinie dotyczące oderwania wynagrodzeń kluczowych menedżerów amerykańskich od rezultatów przedsiębiorstw formułuje J.E. Stiglitz<sup>22</sup> i inni.

Odpowiedzią na krytykę ważnych elementów koncepcji zarządzania wartością są:

- zmiany prawne regulujące kwestię nadzoru korporacji (niezależni członkowie rad nadzorczych, praca komitetów rad ds. wynagrodzeń itp.),
- rozszerzenie zakresu raportów spółek o kwestie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa,
- uwzględnianie w misji i celach strategicznych firmy w coraz większym zakresie innych, poza akcjonariuszami, interesów: klientów, pracowników, społeczności lokalnych, konieczności ochrony środowiska naturalnego człowieka, zatem idei zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa.

Jedną z najważniejszych zalet koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest wydłużenie horyzontu czasowego oraz koncentracja uwagi menedżerów na maksymalizacji przepływów pieniężnych netto. Zwiększa to trafność strategicznych i operacyjnych decyzji oraz zmniejsza ryzyko popełnianych błędów, a tym samym utrwala procesy wzrostu wartości firmy na rynku.

## Bibliografia

Cwynar A Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki przez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości – Wyd. WSiIZ, Warszawa – Rzeszów 2007.

Doyle P., *Marketing wartości*, Felberg SJA, Warszawa 2003.

Drucker P.F., *Myśli przewodnie DRUCKERA*, MTBiznes Sp. z o.o., Warszawa 2002.

Edvinsson L., Malone M.S., *Kapitał intelektualny. Poznaj prawdziwą wartość swego przedsiębiorstwa, odkrywając jej ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001.

Galbraith J.K., *Gospodarka niewinnego oszustwa. Prawda naszych czasów*, MTBiznes Sp.z o.o., Warszawa 2005.

Jajuga K., *Elementy nauki o finansach. Kategorie i instrumenty finansowe*, PWE, Warszawa 2007.

Kaplan R.S., Norton D.P., *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, PWN, Warszawa 2002.

Kotler Ph., *Marketing*, Dom Wydawniczy REBIS, Poznań 2005.

Marshall A., *Zasady ekonomiki*, Warszawa 1890.

Mączyńska E., *Niszcząca siła korporacji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2006, nr 1.

Miller M., *Modigliani, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share*, „The Journal of Business” 1961, no. 34.

Porter M.E., Kramer M.R., *Strategia a społeczeństwo: społeczna odpowiedzialność biznesu – pożyteczna moda czy nowy element strategii konkurencyjnej?*, „Harvard Business Review” Polska 2007, nr 5.

Rappaport A., *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York 1986.

Sharpe W.F., *Investments*, Prentice Hall, London 1995.

Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa 1954.

Stewart III G.B., *The Quest for Value. The EVA TM Management Guide*, Harper Business, New York 1991.

Stiglitz J.E., *Szalone lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 2006.

Szablewski A., *Co sugeruje hipoteza przemienności rynków?*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2008, nr 1 (6).

*Value Based Management, koncepcje, narzędzia, przykłady*, (red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Deloitte Poltext, Warszawa 2008.

*Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006.

[www.fortune.Global2000.com](http://www.fortune.Global2000.com).

<sup>21</sup> J.K. Galbraith, *Gospodarka niewinnego oszustwa. Prawda naszych czasów*, MTBiznes Sp. z o.o., Warszawa 2005, s. 47.

<sup>22</sup> J.E. Stiglitz, *Szalone lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 2006, s. 134.