

1.4. Koncepcja zarządzania wartością w praktyce, perspektywy rozwoju

Pogląd, że podstawowym celem przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla jego właścicieli, jest szczególnie popularny w literaturze amerykańskiej.⁹² W latach dziewięćdziesiątych w Stanach Zjednoczonych tworzenie wartości na rzecz właścicieli stało się głównym kryterium oceny działalności przedsiębiorstwa i nadrzędnym celem nowoczesnie rozumianego zarządzania.⁹³ Zjawisko globalizacji konkurencji, liberalizacji rynków kapitałowych oraz fala prywatyzacji powodują coraz większe zainteresowanie kadry zarządzającej na całym świecie problemem wartości dla właścicieli. Według Rappaporta głównym celem kierownictwa firmy jest dbanie o wzrost wartości przedsiębiorstwa.⁹⁴ Dlatego też podstawowym obowiązkiem zarządu jest podejmowanie decyzji inwestycyjnych, operacyjnych i finansowych z myślą o pomnażaniu majątku właścicieli. Przekonuje się do tego coraz więcej prezesów i dyrektorów na całym świecie, czasami w wyniku presji właścicieli lub wobec zagrożenia przejęciem przedsiębiorstwa. Wzrost zainteresowanie praktyki koncepcją *VBM* wynika z następujących powodów:⁹⁵

- zagrożenia przejęciem przez tych inwestorów, którzy wyszukują przedsiębiorstwa źle zarządzane,
- akceptacji założeń koncepcji *VBM* przez kierujących przedsiębiorstwami,
- rosnącego przekonania, że tradycyjne mierniki oparte na danych księgowych (np. wskaźnik zysku netto przypadający na jedną akcję - *EPS* czy rentowność zainwestowanego kapitału – *ROI*) nie mają związku ze wzrostem kursu akcji,
- informacje o wartości firmy są coraz szerzej publikowane łącznie z innymi wynikami w prasie fachowej,
- rosnącego zrozumienia, że długoterminowe systemy wynagradzania dla menedżerów powinny być ściśle związane z wartością tworzoną dla właścicieli.

Według Copelanda, Kollera, Murrina przedsiębiorstwa są ukierunkowywane na przyrost wartości w zależności od sił określających warunki gospodarcze oraz sytuacji panującej na rynku kupna i sprzedaży przedsiębiorstw. Do sił określających warunki gospodarcze zaliczają oni następujące czynniki:

⁹² Zob. J.A. Knight, *Value based management*, McGraw Hill, New York 1997

⁹³ E.A. Helfert, *Techniki analizy ...* wyd. cyt., s. 21

⁹⁴ Zob. A. Rappaport, *Wartość dla ...* wyd. cyt., s. 1

⁹⁵ A. Rappaport, *Shareholder Value – Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung*, Schäffer – Poeschel Verlag, Stuttgart 1995, s. 3, za: W. Skoczylas, *Ocena przydatności ...* wyd. cyt., s. 276.

- kurczenie się przewagi konkurencyjnej dużych przedsiębiorstw (oferta kapitałowa jest coraz większa, kierownictwo jest bardziej mobilne, oferta informacyjna jest coraz szersza),
- burzliwe zmiany w cyklu życia produktów, kosztach czynników produkcji, globalnej konkurencji, deregulacji i prywatyzacji, kursach walut, oprocentowaniu,
- trend do dezintegracji (dezintegracja pionowa, dezintegracja pozioma, własność a kontrola, upadek konglomeratów).

Z kolei czynniki związane z rynkiem kupna i sprzedaży przedsiębiorstw to:

- zmiany na rynku kapitałowym,
- aktywni akcjonariusze,
- nieskuteczne instrumenty zabezpieczające przedsiębiorstwo przed przejęciem.⁹⁶

Wzrost zainteresowania koncepcją *VBM* dotyczy także przedsiębiorstw europejskich, od końca lat czterdziestych związanych porozumieniami z interesariuszami, którzy roszczą sobie prawo do wywierania wpływu na zarządzanie nimi. Można bowiem zaobserwować, że od połowy lat pięćdziesiątych europejskie firmy skłaniają się w stronę mierników związanych z rynkiem kapitałowym.⁹⁷ Według „Fortune” w ostatnich latach nastąpiły dwie istotne zmiany, które wstrząsnęły środowiskiem europejskich przedsiębiorców: wprowadzenie euro i przekonanie do koncepcji wartości dla właścicieli. Zmniejszenie kontroli państwowej, globalizacja i recesja lat ostatniej dekady XX w. uwiarytkowały mankamenty europejskiej wydajności. Liberalizacja rynków finansowych, prywatyzacja, popyt na kapitał oraz wprowadzenie euro powodują, że wyższa kadra kierownicza dużych europejskich firm musi uzasadniać swoje strategie dostarczycielom kapitału, wśród których coraz liczniejszą grupę stanowią inwestorzy pochodzący ze Stanów Zjednoczonych. Podstawową przyczyną, dla której realizują koncepcję *VBM* jest presja ze strony inwestorów lub groźba przejęcia przez inne przedsiębiorstwo. Banki niemieckie, takie jak Deutsche Bank i Dresdner Bank, zmieniły swoje podejście do przedsiębiorstw przemysłowych. Dotychczasowe powiązania między bankami i przedsiębiorstwami przemysłowymi były traktowane jako korzystne dla obu stron. Obecnie zainteresowanie banków wypracowaniem wartości dla własnych udziałowców zmieniło to podejście⁹⁸, czego przykładem są odmowy

⁹⁶ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*, Campus Verlag, Frankfurt/New York 1993, za: W. Skoczyła, *Ocena przydatności ...* wyd. cyt., s. 277.

⁹⁷ R.W. Mills, B. Weinstein, *Zarządzanie wartością firmy – jak pogodzić perspektywy udziałowców i pozostałych interesariuszy?* www.az.com.pl/biblioteka/mills.html

⁹⁸ R.W. Mills, B. Weinstein, *Zarządzanie wartością ...* wyd. cyt.

dalszego kredytowania niewydolnych przedsiębiorstw. Kolejną przyczyną zwiększonego zainteresowania koncepcją zarządzania wartością jest to, że w latach 1990-1999 liczba europejskich firm notowanych na nowojorskiej giełdzie wzrosła czterokrotnie.⁹⁹ W efekcie firmy europejskie w coraz większym stopniu w ocenie swojej działalności zmieniają optykę z księgową na ekonomiczną. Sprzyja temu także fala przejęć, która narastała od połowy lat osiemdziesiątych i trwa do tej pory, stając się silnym bodźcem dla menedżerów do skoncentrowania się na tworzeniu wartości. Przedsiębiorstwa, w których przypadku istnieje „luka wartości” (różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa możliwą do osiągnięcia, gdyby dążyło do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, a jego bieżącą wartością rynkową), są narażone na przejęcie przedsiębiorstwa a kierownictwo na utratę posady.

Postrzeganie przedsiębiorstwa przez pryzmat wartości, jaką tworzy dla właścicieli, stało się na tyle powszechną praktyką w Stanach Zjednoczonych i Europie, że mówi się o niej w raportach rocznych, notatkach prasowych, spotkaniach z analitykami finansowymi i w przemówieniach kierownictwa. Z badania poświęconego zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa przeprowadzonego przez KPMG wynika, że poza Stanami Zjednoczonymi we wdrażaniu koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa przodują przedsiębiorstwa z Niemiec, Szwajcarii, Austrii i Wielkiej Brytanii.¹⁰⁰

Przedsiębiorstwa wprowadzające koncepcję zarządzania wartością odnotowują, że najszybszą, bezpośrednią korzyścią jest uporządkowanie dziedzin działalności. Innym efektem VBM są dezinwestycje np. bank Lloyds sprzedawał bez wahania te jednostki, które nie tworzyły wartości lub nie rokowały większych nadziei na przyszłość. Lloyds pozbył się banku w Kalifornii, który zapewniał 8% stopę zwrotu, podczas gdy koszt pozyskania kapitału był dwa razy wyższy. W efekcie ograniczenie działalności spowodowało wzrost wartości przedsiębiorstwa.¹⁰¹ Innym przykładem firmy, która przekonała się o zaletach koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, jest Nokia. Zmiana nastąpiła po okresie ogromnych strat, spadku sprzedaży, głodu kapitałowego, przejęcia zarządu oraz żądań wysuwanych przez Wall Street. Do innych znanych przedsiębiorstw, które realizują koncepcję VBM, należą m.in.: Boots, Briggs and Stratton, Cadbury Schweppes, Coca-Cola, Danone, Dow Chemical, Elf Aquitaine, ENI, EVC, General Electric, Hoechst, ICI, Lloyds Bank, Nestle, Novo

⁹⁹ „Europe’s New Capitalists”, „Fortune”, luty 1999, s. 104

¹⁰⁰ *Value Based Management: The growing importance of shareholder value in Europe*, A European Research Report, KPMG, 1999.

¹⁰¹ Brytyjski bank Lloyds TSB, który wprowadził VBM już w połowie lat osiemdziesiątych, zapewnił dzięki temu swoim akcjonariuszom ogromne zyski. Wartość jego akcji podwajała się co trzy lata na przestrzeni 15 lat. W banku istnieje przekonanie, że nie byłoby to możliwe bez wprowadzenia tej koncepcji.

Nordisk, OMV, Quaker Oats, Reuters, Siemens, Swiss Re, Veba ale także polski PKN Orlen. Według badań Price Waterhouse 93% szefów dużych spółek uznaje wzrost wartości dla akcjonariuszy za swój największy priorytet.¹⁰² Faktycznie jednak większość spółek wdrożyło tę koncepcję powierzchownie i nie do końca. W innych badaniach przeprowadzonych przez Haspeslagh, Nodo i Boulos. ze szkoły biznesu Insead w Fontainebleau na 271 przedsiębiorstw o obrotach ponad 2 mld USD, z których 117 wprowadziło formalnie *VBM*, wynika, że skuteczne wykorzystanie tej metody jest o wiele bardziej skomplikowane niż zakłada wielu menedżerów i wymaga dużo cierpliwości, wysiłku i pieniędzy.¹⁰³ Niezależnie od zapewnień w sprawozdaniach rocznych, przedsiębiorstwa rzadko skupiają całą uwagę na zapewnieniu korzyści właścicielom. Najczęściej dążą do kilku często sprzecznych celów (np. zwiększenie skali działalności, stanie się liderem w branży), nie zadając sobie pytania, jaki to będzie miało wpływ na wartość przedsiębiorstwa i korzyści dla właścicieli. Ze wspomnianych badań wynika, że ważna jest jasna deklaracja woli, iż przedsiębiorstwo zrywa z dotychczasowym sposobem myślenia i jej priorytetem jest wzrost wartości przedsiębiorstwa (wzrost kursu akcji). Tak postąpiono w koncernie Cadbury Schweppes, który jeszcze w latach osiemdziesiątych i na początku dziewięćdziesiątych miał ambicje zrównać się obrotami z Coca-Colą i Pepsi Co, w rezultacie jego akcje miały słabe notowania. W roku 1996 prezes zarządu zobowiązał się podwajać wartość akcji co pięć lat. Badania pokazują, że wiele przedsiębiorstw ma opory w deklarowaniu priorytetowego traktowania wzrostu kursu akcji, 16% bierze pod uwagę interesy nie tylko akcjonariuszy, lecz różnych partnerów przedsiębiorstwa, często pojęcie „korzyści dla akcjonariuszy” wzbudza opory z obawy przed negatywnymi reakcjami związków zawodowych i polityków.¹⁰⁴

Należy zdawać sobie sprawę, że w około połowie przedsiębiorstw, które wprowadziło tę koncepcję, nie osiągnięto spodziewanych rezultatów. Na przykład przedsiębiorstwo AT&T wprowadziło *VBM* w 1992 r. z pomocą firmy konsultingowej Stern Stewart, opierając się na wskaźniku *EVA*. Po wprowadzeniu programu oczekiwano poprawy efektywności i wzrostu kursu akcji, co jednak nie nastąpiło i w 2000 r. zaniechano dalszej realizacji tej koncepcji.¹⁰⁵ Niepowodzenia niektórych przedsiębiorstw nie podważają jednak idei koncepcji, pokazują natomiast, że nie wszystkie metody opracowane przez firmy konsultingowe są skuteczne przy

¹⁰² J. Jeżak, *Koncepcja Shareholder value oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, Materiały konferencyjne; *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – ciągłość i zmiana*, s. 161

¹⁰³ P. Haspeslagh, T. Nodo, F. Boulos, *It's Not Just About the Numbers*, "Harvard Business Review" nr 7-8 /2001 za: Zarządzanie na świecie, *Jak osiągnąć korzyści przez Value - Based - Management*, s. 33.

¹⁰⁴ Tamże, s. 34

¹⁰⁵ Tamże, s. 32

jej wdrażaniu. Według Sunderlanda, prezesa Cadbury Schweppes, „Podnoszenie wartości przedsiębiorstwa wiąże się w 20% z liczbami i w 80% z ludźmi, ponieważ to oni tworzą wartość”. Aby VBM zakończyło się sukcesem, należy przekonać każdego pracownika do tej idei. Stawianie w centrum uwagi wartość przedsiębiorstwa powinno łączyć się ze zwiększeniu udziału zatrudnionych we własności. W Siemensie, w którym wprowadzono VBM w 1998 r., 60% wynagrodzenia 500 menedżerów najwyższego szczebla jest uzależnione od poziomu cen akcji i wskaźnika EVA. Podobnym systemem objęto 4,5 tys. menedżerów niższych szczebli, w efekcie około 15-20% wszystkich pracowników otrzymuje premie uzależnione od wartości przedsiębiorstwa. Podobnie jest w Cadbury, gdzie menedżerowie najwyższych szczebli są wynagradzani odpowiednio do wzrostu kursu akcji, ponadto muszą oni kupować akcje własnego przedsiębiorstwa. Członkowie zarządu muszą posiadać taką liczbę akcji, której wartość odpowiada czteromiesięcznym wynagrodzeniom, menedżerowie wyższych szczebli powinni posiadać akcje o wartości dwumiesięcznych wynagrodzeń. Obecnie około 20% pracowników tego przedsiębiorstwa jest jego akcjonariuszami.¹⁰⁶

Doświadczenia przedsiębiorstw, które odniosły korzyści z tej metody pokazują, że należy zwrócić uwagę na następujące elementy:

- 1) zdeklarowanie woli zapewnienia korzyści właścicielom,
- 2) wykrywanie czynników potęgujących wartość,
- 3) integracja budżetu z planowaniem strategicznym,
- 4) inwestowanie w systemy informatyczne,
- 5) przeprowadzenie szkoleń, treningów celem przygotowania pracowników do zmian,
- 6) opracowanie systemu premii, opierającego się na odpowiednio dobranych wskaźnikach efektywności, rodząc w ten sposób przekonanie, że osobiste korzyści zależą od powodzenia programu,
- 7) determinację zarządu do dokonania zmian organizacyjnych związanych z wprowadzeniem programu,
- 8) zmiany w organizacji oraz w procesach, które mają charakter wszechstronny (a więc nie należy się skupiać tylko na sprawozdaniach finansowych i wynagrodzeniach),
- 9) unikanie skomplikowanych metod finansowych (najlepsze są proste i zrozumiałe dla pracowników).¹⁰⁷

¹⁰⁶ Tamże, s. 33

¹⁰⁷ Zob. P. Haspeslagh, T. Nodo, F. Boulos, *It's Not Just ...* wyd. cyt., s.33.

1.4.1. Perspektywy rozwoju koncepcji VBM w Europie

Wiele europejskich przedsiębiorstw wdrożyło lub wdraża koncepcję VBM. Jakie są jednak perspektywy rozwoju tej koncepcji w Europie, a szczególnie w Unii Europejskiej? Popularyzacji, rozpowszechnianiu się w przyszłości koncepcji VBM w Europie sprzyjać będą liberalizacja i integracja rynków finansowych, wynikające ze „Strategii Lizbońskiej” przyjętej przez kraje członkowskie EU. Kierunki realizacji idei integracji rynku finansowego wyznacza „Financial Services Action Plan” (FSAP) przedstawiony w 1999 r. przez Komisję Europejską. Zawiera on następujące cele strategiczne:¹⁰⁸

1. Stworzenie jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych (utworzenie wspólnych dla wszystkich krajów UE regulacji prawnych dotyczących rynku papierów wartościowych i derywatów ułatwiają w ten sposób transgraniczne fuzje i przejęcia oraz kreując jednolity rynek dla inwestorów).
2. Utworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego (sprzedaż na odległość usług finansowych, ułatwienia transakcji transgranicznych dla klientów detalicznych).
3. Ustanowienie nowoczesnych regulacji ostrożnościowych i systemu nadzoru rynków finansowych.
4. Zmniejszenie różnic w systemach podatkowych i *corporate governance*.

Priorytetem FSAP jest utworzenie zintegrowanego rynku kapitałowego poprzez unifikację przepisów obowiązujących w krajach UE. W tym celu zestandaryzowane zostaną obowiązki informacyjne obowiązujące spółki giełdowe. Z punktu widzenia VBM ważne są zmiany w zakresie *corporate governance* – CG. Planowana jest bowiem swoboda w zakresie wyboru prawnego rejestracji spółki w ramach Unii Europejskiej (na wzór USA, gdzie poszczególne stany konkurują między sobą w zakresie regulacji prawa spółek). W odmiennych modelach CG funkcjonujących w krajach Europy kontynentalnej i krajach anglosaskich upatruje się przyczyn różnego tempa upowszechniania koncepcji VBM. Anglosaski model CG spośród grup interesu preferuje właścicieli przedsiębiorstwa. Z kolei model europejski (kontynentalny) zwiększa znaczenie innych grup interesu (pracowników i kadry zarządzającej) kosztem właścicieli przedsiębiorstwa. Model CG w istotny sposób wpływa na możliwości pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Inwestorzy lokują bowiem swoje środki w tych krajach, gdzie ich interes (jako właścicieli lub wierzycieli) jest najlepiej zabezpieczony. Może to powodować, że w krajach, w których interesy właścicielskie są

¹⁰⁸ Strategia Lizbońska – droga do sukcesu zjednoczonej Europy. Urząd Komitetu Integracji Europejskiej, Gdańsk 2002.

słabiej zabezpieczone, koszt pozyskania kapitału będzie wyższy.¹⁰⁹ Wyniki badań przeprowadzonych przez Gregoryego i Milsteina w 35 krajach pokazują, że system CG obowiązujący w USA najbardziej sprzyja ściąganiu kapitału inwestycyjnego.¹¹⁰ Coraz bardziej widoczne są zmiany w kontynentalnym modelu CG. Przykładem mogą być Niemcy, w których dotychczasowy model z dominującą rolą banków i partycypacją pracowników w organach kontrolujących zarządzanie przedsiębiorstwem na równi z właścicielami (50% udział w radach nadzorczych) ewoluuje w kierunku modelu anglosaskiego. Sytuację tę wymuszają po części banki, będące często jednocześnie akcjonariuszami i wierzycielami niemieckich przedsiębiorstw, domagające się co raz wyższych stóp zwrotu.¹¹¹

Polska stając się członkiem Unii, siłą rzeczy wpisze się w zmiany, które od jakiegoś czasu są prowadzone w regulacjach dotyczących przedsiębiorstw i rynków finansowych. Zmiany te będą miały istotny wpływ na upowszechnianie się koncepcji VBM w państwach UE.

1.4.2. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa w Polsce

Koncepcja ta uzyskała najmocniejszą pozycję, w sferze zarówno teoretycznej, jak i praktycznej, w Stanach Zjednoczonych. Z biegiem czasu (poprzez rynki kapitałowe) rozprzestrzeniła się w całej Europie, dotarła również do Polski. Wielu ekonomistów upatruje w niej jedno ze źródeł sukcesu amerykańskiej gospodarki. Wagę tej koncepcji dla sprawnego funkcjonowania gospodarek poszczególnych krajów potwierdza dyskusja tocząca się w Europie na temat ładu korporacyjnego. W Polsce dostrzeżono także zachodzące zmiany, których efektem jest wprowadzanie na WGPW „Kodeksu dobrych praktyk”, w którym jednym z głównych punktów jest deklaracja przedsiębiorstw o tworzeniu wartości dla właścicieli.

Niemalą wpływ na popularność tej koncepcji w Polsce miała reforma systemu ubezpieczeń społecznych, która spowodowała powstanie nowych inwestorów instytucjonalnych – funduszy emerytalnych. Fundusze emerytalne zapowiadają wspólne działania w radach nadzorczych spółek publicznych w celu zwiększenie presji na zarządy,

¹⁰⁹ Zob. S. Peck, W. Ruigrok, *Hiding Behind the Flag? Prospects for Change in German Corporate Governance*. “European Management Journal”, t. 18, nr 4/2000, s. 420-430.

¹¹⁰ H. J. Gregory, *Good corporate governance gives US companies competitive advantage*, Directorship, January 2001, t. 27 Issue 1, s. 9, za: J. Pioch, *Corporate governance w teorii i praktyce*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001, t. 1, s. 190.

¹¹¹ M. Jerzemowska, *Niemiecki model nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Zarządzanie finansami...*, t. 1, s. 281-292.

które nie należycie dbają o interesy właścicieli.¹¹² Nacisk inwestorów instytucjonalnych sprawia, że wzorem giełd zachodnich, przedsiębiorstwa z WGPW będą zmuszone w większym stopniu brać pod uwagę interes właścicieli. W przeciwnym razie kierownictwo firmy musi się liczyć ze spadkiem kursu akcji, możliwością przejęcia i zmian w kierownictwie. Organizacje te, tak jak to miało miejsce wcześniej w innych krajach, wymuszają na przedsiębiorstwach większą dbałość o interes właścicieli. Ten proces powoli zachodzi na Giełdzie Papierów Wartościowych, a z czasem, za pośrednictwem banków, funduszy inwestycyjnych oraz przez wzajemne powiązania między przedsiębiorstwami, obejmie pozostałe przedsiębiorstwa. W pozostałych przedsiębiorstwach (spółkach prawa handlowego) dbałość o wzrost swojej wartości powinna być również priorytetem, albowiem wzrost wartości przedsiębiorstwa oznacza, że zainwestowany kapitał przynosi korzyści w postaci satysfakcjonującego zwrotu z kapitału. Każdy właściciel przedsiębiorstwa *for profit* będzie oczekiwał w długim okresie zwrotu kapitału na poziomie wyższym od bezpiecznych lokat. Wzrost wartości przekłada się na szereg obszarów:

- inwestycje w technologie energooszczędne, ekologiczne – niższe opłaty za zanieczyszczanie środowiska,
- szkolenia pracowników – większa elastyczność pracowników,
- wzrost bezpieczeństwa pracy – niższe koszty ubezpieczenia, mniejsza fluktuacja pracowników.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa oznacza, że przedsiębiorstwo efektywnie gospodaruje kapitałem, że oszczędza kapitał, przez co wolne środki może wykorzystać na inne cele. Dbałość o wzrost wartości przedsiębiorstwa niesie ze sobą szerokie konsekwencje społeczne i gospodarcze. Koncepcja VBM daje możliwość poprawienia efektywności przedsiębiorstw oraz zwiększenia szans rozwojowych polskiej gospodarki. Oznacza przyrost kapitału, stwarza nowe szanse rozwoju dla kraju.

¹¹² OFE będą działać w porozumieniu, „Parkiet” 8 marca 2002.