

Wartość firmy

cz. 1

Stanisław Skowron, Artur Szczepański, Piotr Lutek

Podstawowym celem prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwo jest jego rozwój i wzrost. Zarówno jedno, jak i drugie pojęcie jest zwykle definiowane enigmatycznie. Rozwój przedsiębiorstwa oznacza najczęściej skoordynowane zmiany systemów zarządzania podmiotu, dostosowujące firmę do ciągle zmieniającego się otoczenia.

Zmiany te oznaczają: wprowadzenie nowych elementów do systemu przedsiębiorstwa, poprawę jakości istniejących w systemach elementów, zmiany struktur systemów.

Cele prowadzenia działalności gospodarczej

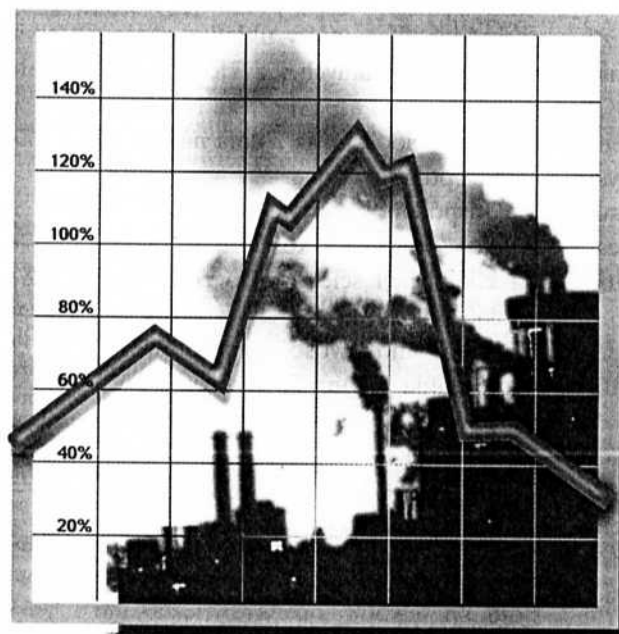
Rozwój przedsiębiorstwa traktowany jest jako zjawisko jakościowe, natomiast wzrost jest definiowany jako ilościowe wyrażenie rozwoju. Jako wzrost zwykle przyjmuje się zwiększenie majątku przedsiębiorstwa, powiększenie udziału w rynku czy wzrost potencjału umiejętności. Określone w ten sposób cele nie dają jasnej odpowiedzi na pytanie, jakie powinny być kierunki działania podejmowane przez przedsiębiorstwo?

Bardziej jednoznacznie można zdefiniować cele prowadzenia działalności gospodarczej zakładając, że celem funkcjonowania wszelkich przedsiębiorstw jest pomnażanie majątku ich właścicieli (*shareholder value*). Mając na uwadze powyższe, cele stojące przez przedsiębiorstwem można zdefiniować jako:

- w krótkim okresie - przetrwanie firmy (utrzymanie płynności),

- w długim okresie - wzrost wartości firmy.

Często spotyka się, zarówno w literaturze, jaki i w praktyce, próbę prostego utożsamienia wzrostu war-



tości firmy z osiąganiem zysków. Mimo pozornej bliskości koncepcji należy jednak wyraźnie podkreślić, że generowanie przez przedsiębiorstwo zysku nie zawsze jest zbieżne ze

wzrostem wartości firmy. Nadrzędne traktowanie zysku jako podstawowego celu działalności doprowadzić może do sytuacji „wyżyłowania rynku” - wyciągania jak największych pieniędzy z rynku bez budowy trwałych związków między organizacją a klientami oraz spadku nakładów inwestycyjnych (w celu ograniczenia kosztów finansowych i zmniejszenia amortyzacji).

Pojęcie wartości

W praktyce gospodarczej najczęściej spotyka się następujące definicje wartości:

wartość wymienna - reprezentowana przez „cenę”, czyli sumę wartości rzeczy, które można uzyskać za daną rzecz w drodze wymiany,

wartość użytkowa - reprezentowana przez wszystkie właściwości, jakie posiada rzecz w związku z pełnionymi przez nią funkcjami,

wartość kosztowa - reprezentowana przez sumę nakładów rzeczy i sumę nakładów pracy składających się na wyrób.

Jednoczesne funkcjonowanie w gospodarce wielu różnych się pojęć wartości jest wyraźnym dowodem, że teoria wartości znalazła zastosowanie praktycznie we wszystkich dziedzinach gospodarki oraz ekonomii czy naukach o zarządzaniu.

Przykładem zastosowania wartości w zarządzaniu mogą być:

- wykorzystanie wartości przedsiębiorstwa jako źródła informacji dla inwestorów,

■ oparcie polityki motywacyjnej na wzroście wartości firmy,

■ wykorzystanie wartości do oceny efektywności działania samodzielnych jednostek biznesu.

Wartość przedsiębiorstwa jako źródło informacji dla inwestorów

Podstawowym i niejako naturalnym sposobem wykorzystania teorii wartości są szacunki dokonywane przez inwestorów w celu wyznaczenia przyszłej wartości firmy i określenia na tej podstawie stopnia atrakcyjności inwestowania w dane przedsiębiorstwo. Decyzje inwestycyjne podejmowane są zwykle poprzez porównanie obecnej wartości przedsiębiorstwa, wyznaczonej za pomocą np. metody wskaźników giełdowych, z wartością uzyskaną przy zastosowaniu metody dochodowej. Nadwyżka wartości dochodowej nad wartością wyznaczoną, np. przy zastosowaniu metody wskaźników giełdowych, świadczy o atrakcyjności inwestycji.

Wartość firmy jako kryterium w polityce motywacyjnej

Wartość firmy znajduje coraz szersze zastosowanie w motywowaniu kadry zarządzającej. Stosowane w polskiej gospodarce kontrakty menedżerskie zwykle wiążą całość lub część wynagrodzenia kadry kierowniczej z osiągnięciem przez zarządzany podmiot wymaganego poziomu zysku lub udziału w rynku. Takie podejście do motywowania kadry menedżerskiej ma jednak znaczne wady:

■ kierownicy nie są zainteresowani przeprowadzaniem inwestycji w podległych im podmiotach (brak inwestycji oznacza mniejszą amortyzację, a więc tym większe zyski), w dłuższej perspektywie czasu doprowadzić to może do zmniejszenia zdolności konkurencyjnej przedsiębiorstwa,

■ brak motywacji menedżerów do wykorzystywania wszystkich dopuszczalnych przez przepisy podatkowe zwiększeń kosztów działalności (nie stosowanie przyspieszonej amortyzacji, zbędne rozliczanie kosztów w czasie, polityka produkcji w toku),

■ powiązanie wynagrodzeń z efektami sprzedażowymi prowadzi często do ponoszenia przez przedsiębiorstwo nieuzasadnionych ekonomicznie nakładów na zwiększenie sprzedaży.

Przedstawione powyżej niebezpieczeństwa można wyeliminować, wiążąc wynagrodzenia kadry zarządzającej ze wzrostem wartości firmy. Takie podejście eliminuje niebezpieczeństwo zaprzestania inwestycji czy ponoszenia nieuzasadnionych ekonomicznie nakładów na zwiększenie sprzedaży.

menedżerów wymusza na nich przeprowadzanie efektywnych inwestycji. Metoda ta została opracowana przez znaną firmę doradczą Stern Stewart & CO i znalazła zastosowanie w takich gigantach rynkowych jak Coca-Cola, Marriott Corp., Applied Power, Intel.

Wykorzystanie wartości do oceny efektywności działania

Wycena wartości może znaleźć duże zastosowanie jako pogłębienie analizy strategicznej dokonywanej za pomocą

Dodatnie NPV	A Spółki/zakłady przewartościowane zlecenie: przeprowadzić analizę	B Spółki/zakłady kreujące wartość zlecenie: inwestować w rozwój utrzymać wysoki poziom zwrotów
Ujemne NPV	C Spółki/zakłady przyczyniające się do destrukcji wartości zlecenie: restrukturyzacja likwidacja	D Spółki/zakłady niedowartościowane zlecenie: przeprowadzić analizę
	Ujemny	Dodatni
	Różnica pomiędzy zwrotem z kapitału całkowitego a średnim ważonym kosztem kapitału	

źródło: Opracowanie własne na podstawie: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*

W tym celu najczęściej zastosowana jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF, a zwłaszcza jej odmiana, tzw. metoda ekonomicznej wartości dodanej (EVA). EVA ustala się jako iloczyn kapitału na początku okresu oraz różnicy między oczekiwaną stopą zwrotu z kapitału a kosztem kapitału. Uzyskany w ten sposób ciąg wartości reprezentuje ekonomiczną wartość dodaną. W celu przeliczenia tych wartości na wartości aktualne należy je zdyskontować. Zdyskontowana ekonomiczna wartość dodana jest dodatkową wartością ponad to, co wcześniej zostało wytworzone przez wyceniane przedsiębiorstwo. Mówiąc inaczej, jest to zaktualizowana wartość netto (NPV) wszystkich przyszłych przedsięwzięć inwestycyjnych, włączając w to kontynuację rozpoczętych przedsięwzięć. Głównej zalety tej metody należy upatrywać w silnym akcentowaniu wpływu zwrotu z inwestycji na wzrost wartości przedsiębiorstwa, co w przypadku powiązania tak wyznaczonej wartości firmy z pensją

macierzy wartości. Konstrukcja macierzy oparta jest na zestawieniu wartości ekonomicznej podmiotu wyliczonej metodą DCF z różnicą pomiędzy krótkoterminowym zwrotem z zainwestowanego kapitału a kosztem kapitału.

Zaprezentowana macierz może być wykorzystana do klasyfikacji samodzielnych jednostek biznesu (SJB) wchodzących w skład danego podmiotu gospodarczego ze względu na ich udział w kreowaniu wartości całej firmy. Macierz wartości może być szczególnie użyteczna w identyfikowaniu SJB, których wyniki krótkookresowe (czyli różnica między zwrotem a kosztem kapitału) różnią się od oszacowanej wartości ekonomicznej opartej na NPV.

Za miesiąc napiszemy, dlaczego pomiar efektywności pracy menedżerów powinien odbywać się poprzez formułę wartości firmy.

Autorzy reprezentują Politechnikę Lubelską oraz A. Szczepański i P. Lutek agencją Martis