

Sylvia Charłampowicz

Wyższa Szkoła Handlowa we Wrocławiu, ul. Ostrowskiego 22, 53-238 Wrocław,
Instytut Maxa Webera, ul. Warszawska 20, 58-330 Jedlina Zdrój, e-mail: s.charlampowicz@imw.edu.pl

Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa

Maximizing the value of the enterprise

STRESZCZENIE

Maksymalizacja wartości jest priorytetowym celem przedsiębiorstwa. Jej koncepcja powinna być długookresowa, a co za tym idzie, wszystkie działania podejmowane w przedsiębiorstwie powinny prowadzić do wzrostu jego wartości. W pracy przedstawiono istotę i etapy zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Zastosowano opisową metodę badawczą. Dokonano też przeglądu literatury.

Słowa kluczowe: maksymalizacja wartości, zarządzanie, przedsiębiorstwo.

ABSTRACT

Maximizing the value of the enterprise is the priority goal of the enterprise. This concept should be long-term, and therefore all actions taken in the enterprise should lead to an increase in its value. The paper presents the essence and stages of enterprise value management. A descriptive research method was used. The literature was reviewed.

Keywords: value maximization, management, enterprise.

WPROWADZENIE

Pojawienie się w Stanach Zjednoczonych w latach 80. ubiegłego stulecia koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa było odpowiedzią na wcześniejsze wypaczenie systemu, polegające na dominacji menedżerów i realizacji ich interesów (Wielgórka, 2012, s. 35-38). Niezadowolenie z tradycyjnych metod pomiaru i oceny wyników przedsiębiorstw, postępująca globalizacja gospodarki, a w końcu rewolucja informatyczna sprawiły, że postanowiono szukać nowych metod rozwoju. Po tym, jak uznano, że z wielu celów, którymi powinno się kierować przedsiębiorstwo, najważniejsza jest wartość dla jego właścicieli, ukształtowała się wspomniana już koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (ang. *value based management* – VBM), według której najważniejszym celem organizacji jest maksymalizacja jej wartości (Wielicki i Braun, 2009, s. 239).

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest uznawane za koncepcję dobrze oddającą potrzebę określenia celów działania przedsiębiorstw, a także sprzyjającą integracji celów menedżerów i właścicieli przedsiębiorstw (Jaki, 2008, s. 142). Jest to koncepcja zarządzania, która polega na maksymalizowaniu wartości dla akcjonariuszy. Koncepcja VBM opiera się na założeniu, że akcjonariusze są jedyną stroną, która, maksymalizując własne korzyści, maksymalizu-

je roszczenia innych podmiotów związanych z przedsiębiorstwem, gdyż maksymalizując wartość roszczeń innych stron (klientów, dostawców, pracowników, zarządu), akcjonariusze korzystają na jej przyroście (Dudycz, 2005, s. 9).

Wdrożenie koncepcji VBM daje możliwość zminimalizowania tzw. luki wartości. Jest to różnica pomiędzy rynkową wartością, którą przedsiębiorstwo mogłoby osiągnąć, a jego bieżącą wartością rynkową. Za jednego z najważniejszych twórców przedmiotowej koncepcji uważa się Alfreda Rappaporta.

Jak wskazuje A. Opałka (2009), do trzech głównych komponentów wartości przedsiębiorstwa A. Rappaport zaliczył:

- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,
- stopę dyskontową,
- zadłużenie.

Następnie Opałka/Rappaport zidentyfikował siedem czynników głównych, które kształtują wartość przedsiębiorstwa. Są to:

- okres wzrostu wartości,
- stopa wzrostu sprzedaży,
- marża zysku operacyjnego,
- inwestycje w majątek trwały,
- inwestycje w kapitał obrotowy,

- stopa podatku dochodowego,
- koszt kapitału.

Koncepcja VBM zapewnia ocenę efektywności działań organów zarządczych oraz celowości gospodarowania zasobami ludzkimi i kapitałem. W centrum uwagi stawia się tu zatem wartość przedsiębiorstwa i pomnażanie bogactwa jego właścicieli. Sprowadza się to do podejmowania takich decyzji, które będą prowadzić do maksymalizacji wartości rynkowej danego przedsiębiorstwa, a tym samym do zwiększenia stanu posiadania jego właścicieli.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że aby w przedsiębiorstwie skutecznie wdrożyć VBM, muszą zostać spełnione określone warunki. Należą do nich m.in.:

- a) integracja VBM z każdym składnikiem procesu planowania,
- b) skoncentrowanie się na podejmowaniu trafnych decyzji przez personel operacyjny,
- c) silne poparcie programu przez kierownictwo przedsiębiorstwa,
- d) skupienie się na praktycznych aspektach działalności,
- e) dostęp do informacji i danych,
- f) ujednoczenie szablonów wyceny, wzorów raportu,
- g) kreowanie systemu motywacyjnego powiązanego z podnoszeniem wartości przedsiębiorstwa.

ETAPY ZARZĄDZANIA WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA

Po spełnieniu wymienionych wyżej warunków, kolejnym krokiem powinno być wdrożenie VBM. Będzie ono możliwe, jeśli zostanie ono podzielone na cztery etapy:

1. Skonkretyzowanie celów opartych na głównych czynnikach kreujących wartość przedsiębiorstwa. Cele powinno się sformułować w taki sposób, aby zapewniony został maksymalny zwrot z kapitału zainwestowanego przez właścicieli. Nie powinno się pomijać interesów innych podmiotów, które uczestniczą w działalności przedsiębiorstwa, np. zatrudnionych pracowników czy klientów. Cele te powinny być odzwierciedleniem aspiracji przedsiębiorstwa, z tym że muszą uwzględniać jego realne możliwości.
2. Opracowanie strategii, która pozwoli na zbudowanie przewagi konkurencyjnej firmy na rynku. Żeby trwale się wyróżniać, przedsiębiorstwo musi zbudować trwałą i wyjątkową przewagę konkurencyjną. Znaczenie mają tu także zakres działania, ograniczenie kosztów, wzrost skali i zwiększenie jakości oferowanych produktów.
3. Przygotowanie planów działania wraz z odpowiadającymi im budżetami. Są one przełożeniem nakładów oraz zysków ze zrealizowania działań strategicznych koniecznych do osiągnięcia założonych celów. Plany są także dobrym narzędziem do kontrolowania zarządzania przedsiębiorstwem i pracownikami.
4. Wprowadzenie systemu pomiaru wyników. Modelowa miara stosowana w przedsiębiorstwie powinna być od-

zwierciedleniem treści ekonomicznej działalności, być precyzyjna i przystępna, być sygnałem dla kierownictwa, zwiększać wartość działalności krótkoterminowo i długoterminowo, być powiązana z korzyścią dla właścicieli, usprawniać komunikację zarządu.

Korzyści wynikające ze stosowania VBM to przede wszystkim wprowadzenie w przedsiębiorstwie określonej spójności w zakresie strategii rozwoju, kultury organizacyjnej, pomiaru efektywności, struktury organizacyjnej czy zarządzania.

Kluczowe dla koncepcji VBM jest określenie zależności występujących pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a jego wartością dla akcjonariuszy. Za wartość dla akcjonariuszy przyjmuje się różnicę między wartością przedsiębiorstwa a jego obcym kapitałem. Natomiast za wartość przedsiębiorstwa (ang. *corporate value*) uznaje się sumę zdyskontowanych przyszłych lub wolnych przepływów środków pieniężnych. Oznacza to, że wzrost wartości dla akcjonariuszy jest możliwy, gdy nominalna suma przyrostu wartości akcji (udziałów) i wypłaconych dywidend przewyższa koszty kapitału własnego przedsiębiorstwa. Dlatego też podstawą wzrostu wartości dla właścicieli jest wzrost wartości przedsiębiorstwa, a czynniki mające wpływ na tę wartość wpływają również na wartość dla właścicieli. Jako priorytetowe należy tu traktować oczekiwania inwestorów (akcjonariuszy, właścicieli), gdy idzie o ocenę realizowanych strategii. Najczęściej właściciele oczekują stałej (lub rosnącej) dywidendy na akcje, całkowitej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, wprowadzenia systemu motywacyjnego przedstawiającego zmiany w wartości przedsiębiorstwa oraz rzetelnej informacji na temat kondycji i perspektywy biznesu.

Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na rolę generatorów wartości w kontekście wartości dla akcjonariuszy. Zgodnie z poglądem ugruntowanym w literaturze można stwierdzić, że pewne czynniki mają większy wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa niż inne. Kwestię tę przeanalizował wspomniany już A. Rappaport. W poniższej tabeli przedstawiono siedem nośników wartości wraz z ich najczęstszym stopniem wpływu na wartość dla inwestorów.

Nośniki wartości i stopień wpływu na wartość inwestorów

Nazwa generatora	Zmiana	Stopień wpływu na wartość dla właścicieli
Średni ważony koszt kapitału	1 proc.	10 proc.
Okres przewagi konkurencyjnej	1 proc.	+ 17 proc.
Tempo wzrostu sprzedaży	1 proc.	+ 12 proc.
Marża zysku operacyjnego	1 proc.	+ 23 proc.
Efektywna stopa podatku	- 1 proc.	+ 2 proc.
Kapitał obrotowy	- 1 proc.	+ 7 proc.
Inwestycje	- 1 proc.	+ 5 proc.

Źródło:

Na podstawie tabeli można zatem skonstatować, że czynnikami o największym wpływie na wartość przedsię-

biorstwa są: marża zysku operacyjnego, okres przewagi konkurencyjnej oraz tempo wzrostu sprzedaży. Należy przy tym pamiętać, że czynniki te są ze sobą powiązane i często jeden jest wynikiem drugiego. Oczywiście jest zależność np. między tempem wzrostu sprzedaży a przewagą konkurencyjną. Bardziej konkurencyjne przedsiębiorstwo na danym obszarze gospodarki będzie o wiele bardziej atrakcyjne dla klientów (konsumentów), co będzie miało widoczne przełożenie na wyniki sprzedaży, a ostatecznie na zysk.

W kontekście zwiększania wartości przedsiębiorstwa trzeba także wziąć pod uwagę stosowane metody. W literaturze wyróżnia się m.in. restrukturyzację, fuzje i przejęcia oraz politykę dywidend. Przez restrukturyzację należy rozumieć zbiór zmian w celach, potencjale i sposobie zarządzania, aby lepiej dostosować przedsiębiorstwo do zmian zachodzących w jego otoczeniu, co w konsekwencji powinno doprowadzić do poprawy efektywności działalności gospodarczej. Restrukturyzacja może dotyczyć wielu obszarów związanych z firmą. Mogą to być na przykład: technologia, technika, forma organizacji produkcji, struktura majątku lub kapitału, zarządzanie kapitałem obrotowym, kultura organizacyjna, system zarządzania czy wreszcie status prawny. Konieczne jest rozróżnienie restrukturyzacji naprawczej i rozwojowej. Istotą restrukturyzacji naprawczej jest sanacja sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Symptomaticznie pogarszającej się kondycji firmy jest najpierw spadek rentowności sprzedaży, który prowadzi do spadku rentowności kapitałów. Często konsekwencją tego jest problem z zachowaniem płynności finansowej, który może prowadzić nawet do upadłości. Dlatego zapobiegawczo najlepiej rozpocząć restrukturyzację naprawczą już przy pojawieniu się pierwszych symptomów dekonstrukcji. Natomiast restrukturyzacja rozwojowa ma za zadanie przyspieszyć realizację strategicznych celów przedsiębiorstwa. Do zainicjowania tego procesu niezbędne jest posiadanie przez firmę jasnej strategii i nadwyżek finansowych. Spektrum działań w ramach restrukturyzacji tego typu jest szerokie. Mogą to być na przykład wdrożenie nowego projektu inwestycyjnego w ramach majątku trwałego, ocena kadry menedżerskiej czy też współpraca z innym przedsiębiorstwem.

Proces restrukturyzacji, którego celem jest wzrost wartości, składa się z pięciu podstawowych etapów:

- 1) identyfikacji luki wartości,
- 2) zmianach w systemie organizacji i zarządzania przedsiębiorstwem,
- 3) zmianach w zakresie prowadzonej działalności i w aktywach przedsiębiorstwa,
- 4) zmianach w strukturze źródeł finansowania działalności,
- 5) określeniu możliwości restrukturyzacyjnych i potencjalnego ich wpływu na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Należy przy tym podkreślić, że wszelkie działania restrukturyzacyjne powinny być przeprowadzone z myślą o perspektywie zarówno krótkoterminowej (bieżące zmia-

ny), jak i długoterminowej (strategiczne zmiany). Końcowym celem podjętych kroków sanacyjnych powinno być ukształtowanie optymalnej struktury kapitału, przy której koszt kapitału będzie najniższy.

Z kolei fuzja to połączenie przedsiębiorstw. Wiąże się ona z utratą osobowości prawnej przez co najmniej jedną z firm. Może nastąpić przez inkorporację (włączenie do jednej z łączonych spółek pozostałych organizacji gospodarczych) lub konsolidację (wszystkie łączone podmioty gospodarcze tracą osobowość prawną na rzecz nowo powstałego podmiotu). Korzyścią, która wynika zarówno z inkorporacji, jak i z konsolidacji jest efekt synergii, który przejawia się w zmniejszeniu kosztów operacyjnych, oszczędnościach finansowych, zmianie zarządu na efektywniejszy czy w końcu w zwiększeniu siły rynkowej poprzez zmniejszenie konkurencji. Natomiast cechą charakterystyczną przejęcia jest to, że przejmowane przedsiębiorstwa nie tracą osobowości prawnej. W dalszym ciągu funkcjonują jako samodzielne podmioty prawne. Podmiot przejmujący uzyskuje kontrolę nad przejętym przedsiębiorstwem. Istotą przejęcia jest przeniesienie kontroli nad przejmowanymi podmiotami gospodarczymi z jednej grupy inwestorów na inną, które może nastąpić np. poprzez zakup akcji lub udziałów.

Jednym z najważniejszych powodów fuzji i przejęć jest tzw. delokalizacja produkcji. Jest to zakup całości lub zorganizowanej części danego przedsiębiorstwa położonego w regionie atrakcyjnym geograficznie, społecznie lub ekonomicznie. Nowa lokalizacja dla firmy przejmującej oznacza korzyści np. poprzez optymalizację kosztów produkcji, nowe rynki zbytu lub profity wynikające z optymalizacji podatkowej.

Polityka dywidend oznacza proces podejmowania decyzji o sposobie przekazania akcjonariuszom (właścicielom) osiągniętego zysku. Forma jego podziału powinna prowadzić z jednej strony do zapewnienia bieżącego finansowania działalności przedsiębiorstwa, a z drugiej do zaspokojenia potrzeb gotówkowych właścicieli kapitału. Określenie polityki dywidend sprawia, że akcjonariusze mają pewność, że przy wypracowaniu zysku zostanie wypłacona dywidenda gotówkowa lub jej wykonanie nastąpi w innej formie, w określonej kwotowo lub procentowo wysokości. Zgodnie z wolą właścicieli możliwe jest także zatrzymanie całości zysku z przeznaczeniem na rozwój przedsiębiorstwa. W kontekście koncepcji VBM należy zauważyć, że polityka dywidend powinna prowadzić do maksymalizacji cen akcji przedsiębiorstwa, bowiem gdy rośnie kurs akcji firmy, zwiększają się także dochody właścicieli kapitału. Zatrzymanie przez firmę wypracowanego zysku i przeznaczenie go na dalszy rozwój powinno doprowadzić do wzrostu cen akcji, czyli zwiększenia wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariusza. Z kolei przeznaczenie zysku na wypłatę dywidendy w oczywisty sposób zwiększy bogactwo posiadaczy akcji. Można zatem zauważyć, że poziom samofinansowania rozwoju przedsiębiorstwa i stopień bieżącej dywidendy są wielkościami odwrotnie proporcjonalnymi. Niemniej jednak waga ustalenia polityki dy-

widend jest znaczna i z całą pewnością jest brana pod uwagę przez potencjalnych inwestorów, których będzie przyciągać atrakcyjne rozwiązanie w tej kwestii.

PODSUMOWOWANIE

Biorąc powyższe pod uwagę, należy stwierdzić, że przedsiębiorstwo, które chce pozyskiwać dalszy kapitał, musi dbać o wzrost swojej wartości. Kształtuje to sens ekonomiczny samego istnienia firmy, ponieważ oznacza, że możliwe jest pokrycie kosztu obsługi każdego źródła finansowania. Przedsiębiorstwa stale powiększające swoją wartość znacznie lepiej wykorzystują powierzone zasoby. W odmiennej sytuacji grozi im likwidacja lub upadłość, gdyż brak zwrotu z zainwestowanego kapitału przez inwestorów w końcu doprowadzi do utraty ich zaufania. Ograniczy to możliwość pozyskiwania nowych źródeł finansowania. Stabilne przedsiębiorstwa o zwiększającej się wartości nie są podatne w takim stopniu na przejęcia.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa niesie dla właścicieli zmniejszenie ryzyka inwestowania, ponieważ zminimalizowane zostaje ryzyko niezyskania pożądanej stopy zwrotu. Zmniejsza się także ryzyko dla wierzycieli, ponieważ maleje ich ryzyko związane z pożyczaniem pieniędzy danej firmie. Korzyścią ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa jest również zwiększenie pewności kontrahentów co do dalszego rozwoju współpracy. Przedsiębiorstwo, którego wartość wzrasta, jest wiarygodniejsze na rynku, a tym samym bardziej konkurencyjne wobec swoich konkurentów. Wreszcie nie należy

pomijać w tym miejscu satysfakcji dla pracowników i kadry kierowniczej, która wiąże się z poczuciem sukcesu, stabilności zatrudnienia czy też z gratyfikacją finansową za osiągnięcia.

BIBLIOGRAFIA

- Dudycz, T. (2005). *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Jaki, A. (2008). *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*. Kraków: Wolters Kluwer.
- Kowal D., *Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa w perspektywie współczesnych wyzwań rozwojowych podmiotów gospodarczych*
- Opaska, A. (2009). *Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa jako nowoczesna strategia prowadzenia działalności gospodarczej*. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 44, 85-94.
- Paździor A. (2015), *Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa*, Lublin.
- Pioch J., *Polityka dywidend w teoriach i praktyce*.
- Rojek, T. (2017). *Uwarunkowania procesu kreowania wartości dla akcjonariuszy*. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2)
- Sładkiewicz, D. (2016). *Nośniki wartości i ich rola w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*. *Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 442.
- Szymański P. (2007), *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Łódź.
- Wielicki, W. i Baum, R. (2009). *Rola kapitału oraz wartości niematerialnych i prawnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem rolnym*. *Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G, Ekonomika Rolnictwa*, 96(4), 238-247.
- Wielgórka, D. (2012), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w globalizacji*. *Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej. Zarządzanie*, 5, 35-45.