

Adam Jabłoński*
Marek Jabłoński**

STRATEGIA INWESTORA W BUDOWIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

STRESZCZENIE

Artykuł przedstawia problemy zachowań inwestorów (potencjalnych udziałowców) w kontekście budowy długoterminowej wartości przedsiębiorstwa. Koncentruje się na problemie formułowania finansowych strategii przez udziałowców. Autorzy przedstawili ponadto analizę wyborów realizowanych przez inwestorów w obszarze oceny stopy zwrotu z zaangażowanego przez nich kapitału. W końcowej części artykułu zaprezentowano konkluzje i rekomendacje dla menedżerów w zakresie równoważenia celów zadowalających udziałowców i pozostałych interesariuszy.

WSTĘP

Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (ang. Value Based Management) znajduje obecnie coraz więcej zwolenników. Skupia się ona na skoncentrowaniu wszystkich działań organizacji mających na celu maksymalizowanie wartości z punktu widzenia interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów. Oprócz samej metodologii wdrożenia tego modelu zarządzania istotny wpływ na strategiczne i operacyjne działania w tym obszarze ma strategia finansowa inwestora (właściciela) kapitału zainwestowanego w spółkę. Od niego bowiem w gruncie rzeczy zależą kluczowe, krótkoterminowe i długoterminowe decyzje, jak i związane z tym implikacje dla wzrostu, utrzymania lub spadku wartości przedsiębiorstwa. W niniejszej publikacji podjęto próbę oceny wpływu inwestora (właściciela) na budowę wartości przedsiębiorstwa w odniesieniu do jego rodzaju, specyfiki i charakteru działalności na rynku finansowym i biznesu. Skoncentrowano się głównie na działaniu inwestorów typu Private Equity.

KLUCZOWI INWESTORZY NA RYNKU PRZEDSIĘBIORSTW

W ostatnich latach wiodące firmy w Polsce cieszyły się dużym zainteresowaniem różnych podmiotów finansujących procesy inwestycyjne. Szczególnie wzrosła rola funduszy

* Dr; Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, PW-Konsulting OTTIMA plus, Sp.J.

** Dr; Wyższa Szkoła Humanitas w Sosnowcu, PW-Konsulting OTTIMA plus, Sp.J.

typu Private Equity, których głównym celem jest nabywanie udziałów w spółkach, za co przekazują one swoje środki finansowe, wydając je na rozwój i wzrost organizacji. Podnoszą przy tym aktywnie jakość zarządzania tych przedsiębiorstw. Fundusze te najczęściej inwestują w spółki niebędące w obrocie publicznym, ale nie jest to regułą. Inwestycje te mają najczęściej charakter tymczasowy, trwający przeciętnie od 3 do 7 lat, po tym okresie inwestorzy ci rezygnują z dalszego finansowania przedsiębiorstwa, dokonując odsprzedaży udziałów. Ma to swoje konsekwencje w podejściu do budowy wartości przedsiębiorstwa, którego głównym udziałowcem jest tego typu inwestor. Inwestycja w przedsiębiorstwo ma charakter długoterminowy i zależy często od cyklu rozwoju organizacji. Jeśli inwestor zainwestuje w udziały przedsiębiorstwa, których produkty są na początku rozwoju, wtedy czas utrzymywania tych udziałów do czasu ich odsprzedaży z pewnością będzie dłuższy. W przypadku, gdy inwestycja dotyczy będzie przedsiębiorstw sektora schyłkowego, wówczas strategia wzrostu wartości uzależniona jest od możliwości rynkowych i wyboru właściwej strategii kryzysowych np. penetracji rynku.

Oznacza to, że czas odzyskania zwrotu z zaangażowanego kapitału zależny będzie w głównej mierze od efektywności inicjatyw strategicznych zwiększających wartość spółki i zdolności menedżerskie zarządu. Wtedy też inwestor będzie mógł z powodzeniem odsprzedać swoje udziały, np. inwestorowi branżowemu.

Szczególną odmianą funduszy Private Equity są inwestycje Venture Capital (VC), których celem jest finansowanie przedsiębiorstw na etapie ich początkowej działalności (etap zasiewu – ang. *seed stage*, etap startu – ang. *start up*, etap ekspansji – ang. *expansion capital*). Pierwsza faza dotyczy inwestycji w nowe, w przyszłości zyskowne, często bardzo innowacyjne produkty lub usługi. Finansowane są więc głównie badania i rozwój oraz oceny rynkowe. Druga koncentruje się głównie na finansowaniu działań początkowej działalności firmy, przed fazą wzrostu sprzedaży. Faza trzecia dotyczy finansowania spółki na potrzeby rozwoju produktów, rynków, zapewnienia kapitału obrotowego i działalności marketingowej. Klasyczne fundusze typu Private Equity, inaczej niż opisane wyżej Venture Capital, inwestują najczęściej w spółki dojrzałe ze względu na bardzo wysokie ryzyko inwestycji w nowe firmy będące dopiero we wstępnej fazie rozwoju.

WYBRANE ZACHOWANIA INWESTORÓW A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Do czynników związanych z budową wartości przedsiębiorstwa z punktu widzenia nowego, aktywnego inwestora, który chce wpływać na decyzje zarządu, można zaliczyć:

1. Zdefiniowanie generatorów (nośników) wartości spółki.
2. Zdefiniowanie lub redefiniowanie elementów strategii.
3. Dobór kluczowej kadry zależnie od etapu rozwoju.

4. Wdrożenie lub wzmocnienie controllingu finansowego – system mierników.

5. Opracowanie nowoczesnego systemu motywacyjnego kadry menedżerskiej¹.

Typ inwestora warunkuje charakter działań przedsiębiorstwa ukierunkowanych na potrzeby wzrostu jego wartości. W przypadku inwestora z grupy Private Equity nie ma wątpliwości, że w partycypacji w zarządzaniu będzie on dążył do maksymalizacji wartości firmy. Interesujące natomiast jest to, w jaki sposób i poprzez jakie działania inwestor ten będzie próbował zapewnić zwrot z kapitału. Czy będzie chciał maksymalnie wykorzystać posiadane dotychczasowe zasoby przedsiębiorstwa, często do maksymalnego ich wyeksploatowania, czy też będzie skłonny ponosić koszty dodatkowych inwestycji w firmę, nawet jeżeli czas osiągnięcia zwrotu z kolejnych inwestycji potencjalnie może być dłuższy niż strategia posiadania udziałów w tym przedsiębiorstwie. Jest to zagadnienie trudne i wymagające kompleksowej analizy. Dochody z udziałów można zatem analizować zarówno z perspektywy krótko-, jak i długoterminowej.

Należy też pamiętać, że nie istnieje jedno uniwersalne pojęcie wartości. Wartość firmy równa jest sumie, jaką ktoś zechce za nią zapłacić, chyba że zamiarem nabywcy jest likwidacja i wyprzedaż aktywów, wtedy wartość ta zależy od tego, co potencjalny nabywca jest w stanie z firmą zrobić². Jeśli zatem celem inwestora będzie szybkie zarobienie pieniędzy, a główne działania będą skierowane na dostarczenie kapitału obrotowego na potrzeby zarządzania operacyjnego z maksymalnym wykorzystaniem już posiadanych zasobów, to strategia ta, mimo że krótkotrwale umożliwi osiągnięcie dobrych wyników finansowych, to jednak w dłuższej perspektywie może znacząco wpłynąć na spadek wartości spółki. Doświadczenia teoretyczne i praktyczne autorów wskazują, że inwestor, którego celem jest budowa wartości spółki, przy jednoczesnym uwzględnieniu potrzeb różnych interesariuszy, w tym pracowników, klientów, dostawców, społeczeństwa etc., osiąga zwrot z kapitału później, lecz za to przyszłe gotówkowe przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, finansowej i inwestycyjnej są trwalsze i obciążone mniejszym ryzykiem.

Inwestor może wpływać na decyzje biznesowe organizacji w różny sposób. Może to robić na przykład z pozycji członka Rady Nadzorczej albo przedstawiciela zarządu spółki. Wtedy też uczestniczy w wykreowaniu najbardziej efektywnego modelu biznesu zarówno z punktu widzenia jej wartości, jak i strategii finansowania procesów inwestycyjnych i ich cykli życia. Musi jednak przy tym pamiętać o potrzebie zachowania zasad nadzoru korporacyjnego (ang. Corporate Governance), którego celem jest:

- zapewnienie właścicielom i pozostałym interesariuszom (Stakeholders) efektywnych procedur i instrukcji monitoringu zarządu i korygowania jego błędów,
- harmonizowanie interesów zaangażowanych w firmę stron,
- zapewnienie dopływu środków finansowych pozwalających na rozwój firmy,

¹ M. Panfil, *Budowanie wartości spółki przez fundusze Venture Capital i Private Equity*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firm*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2005, s. 334.

² R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, Wydawnictwo ODIDK, Gdańsk 2005, s. 189.

- maksymalizacja wartości firmy z punktu widzenia właścicieli i innych zainteresowanych stron³.

Inwestorzy wywodzący się z rynków finansowych, a nie z samej branży, w której funkcjonuje organizacja, będą więc stosować z pewnością finansowy model zarządzania, którego założeniem z pewnością będzie wykorzystywanie organizacji jako instrumentu do generowania dodatnich przepływów gotówkowych, a tym samym wypracowania zysków. Pozostali interesariusze będą zaspokajani na podstawie umownych regulacji.

Taki sposób zarządzania wymaga sformalizowanego i przejrzystego zestawu działań, które pomogą zmienić kulturę organizacyjną i ją monitorować, a przy tym nastawić wszystkie działania w organizacji na zarządzanie wynikami.

Efektywny model biznesu zagwarantuje natomiast, że organizacja będzie w stanie wytworzyć wartość, zachować ją w długim czasie oraz dokonać jej konsumpcji⁴.

Interesującym przy tym zagadnieniem jest analiza inicjatyw strategicznych związanych z inwestycjami w odnowę istniejących bądź nowych technologii wytwarzania wyrobów, bądź świadczenia usług przez inwestora typu Private Equity. Jeśli specyfika organizacji jest związana ze strategią technologiczną, to bez inwestycji w jej doskonalenie niemożliwe będzie uzyskanie zadowalających wyników w zakresie kluczowych nośników wartości przedsiębiorstwa (ang. Value Drivers).

Istotny przy tym będzie wybór sposobu pomiaru wartości firmy w kontekście strategii finansowej inwestora. Przykładowo: na podstawie badań przeprowadzonych przez fińskich badaczy, którzy dokonali analizy wdrożenia koncepcji VBM (Value Based Management) w 6 wiodących, wybranych korporacjach, można zauważyć, że stosowały one różne systemy pomiaru wartości przedsiębiorstwa. Dwie z nich koncentrowały się głównie na pomiarze wskaźnika ekonomicznej wartości dodanej EVA (Economic Value Added) i wspomagających go czysto finansowych wskaźnikach, pozostałe cztery oprócz tego wskaźnika mierzyły miary osiągnięć finansowych nośników wartości opartych na EVA, znacząco uzupełniając je o niefinansowe czynniki wpływające na wartość firmy. Jedną z firm główny nacisk położyła na wskaźnik zwrotu z inwestycji ROCE (Return on Capital Employed)⁵.

Widać wyraźnie, iż sam wybór sposobu pomiaru wartości organizacji uzależniony jest od przyjętego modelu zarządzania finansami przedsiębiorstwa.

Poniżej, w tabeli 1 przedstawiono wybrane nośniki wartości (Value Drivers) mające według autorów największe znaczenie dla budowy wartości przedsiębiorstwa, którego inwestor (właściciel) zorientowany jest na potencjalne przyszłe odsprzedaż udziały i skoncentrowanie pozyskanego kapitału dla kolejnych inwestycji. Czas poświęcony na aktywność inwestora na rzecz przedsiębiorstwa wynosi od 3 do 7 lat.

³ K. Zalega, *Systemy Corporate Governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa 2003, s. 25.

⁴ A.S. Jabłoński, M.M. Jabłoński, *Efektywny model biznesu jako symulator wdrożenia koncepcji zarządzania wartością firmy* (Value Based Management), [w:] A. Chodyński (red.), *Spoleczne i ekologiczne aspekty zarządzania*, Wydawnictwo KSW im. A. Frycza Modrzewskiego, Kraków 2007, s. 172.

⁵ T. Halmi, S. Ikäheimo, *Value Based Management practices – some evidence from the field*, Management Accounting Research, June 2003, s. 252.

Tabela 1. Wybrane nośniki wartości mające największe znaczenie dla budowy wartości przedsiębiorstwa

Lp	Nośniki wartości	Oczekiwania inwestora (właściciela) wobec prac zarządu spółki
1.	Ryzyko	Opracowanie kompleksowego systemu oceny ryzyka we wszystkich obszarach działalności, zarówno ryzyka zewnętrznego, np. wymiany walut, zakupu surowców, zmian koniunktury, jak i ryzyka wewnętrznego – utraty pozycji konkurencyjnej, ryzyka technicznego. Eliminacja potencjalnych zagrożeń. Ocena i weryfikacja wyników analizy przed transakcyjnej „due diligence”.
2.	Rentowność	Identyfikacja produktów o największej rentowności obecnie, jak i w najbliższych kilku latach. Dokonanie opracowania prognozy rentowności sektorów, w których działa organizacja. Kreowanie na bazie istniejących produktów nowej rentownej propozycji wartości dla klientów.
3.	Wzrost sprzedaży	Wzrost sprzedaży powinien być dynamiczny, wynikający głównie ze zwiększenia generowanej wartości dla klienta, dzięki dodatkowym środkom przeznaczonym na poprawę jakości obsługi i koncentracji tylko na tych produktach, które będą uznane na rynku za wiodące. Poszerzenie kanałów dystrybucji, osiągnięcie specjalizacji.
4.	Marża zysku operacyjnego	Wdrożenie lub udoskonalenie systemu controllingu mającego na celu minimalizację kosztów i wprowadzenie dyscypliny finansowej.
5.	Inwestycje w kapitał trwały	W najbliższych latach inwestycje w kapitał trwały będą czynione tylko na cele wymiany. Jeśli jednak istniejąca infrastruktura nie zapewni właściwej jakości produktów i technologii świadczenia usług lub będzie zagrażać środowisku naturalnemu, wtedy należy podjąć inwestycje.
6.	Inwestycje w kapitał obrotowy	Poddanie tego obszaru bardzo ścisłej kontroli finansowej. Działania dyscyplinujące dłużników do terminowej spłaty zobowiązań, niskie poziomy zapasów.
7.	Kapitał intelektualny	Koncentracja na kluczowym personelu, kluczowych kompetencjach, kluczowych procesach, wzrost zadowolenia klientów, budowa lojalności klientów, opanowane procesy, kultura organizacyjna sprzyjająca osiągnięciu ponadprzeciętnych wyników, skuteczny i efektywny system motywacyjny.

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie przedstawionych powyżej opisów nośników wartości przedsiębiorstwa zorientowanych na potrzeby osiągnięcia szybkiego zwrotu z inwestycji zauważyć można, iż podejście to ma wiele zalet, ale i wad.

Problematyczna wydaje się np. bardzo słaba efektywność w obszarze inwestycji w aktywa trwałe, które po intensywnym użyciu mogą zostać szybko wyeksploatowane, a konsekwencje z tym związane spadną na potencjalnego nowego nabywcę udziałów

po ich odsprzedaży przez poprzedniego inwestora. Z tego powodu wszystkie opisywane pozostałe nośniki wartości prawdopodobnie osiągną gorsze wyniki, aż do czasu zapewnienia wysokiej sprawności technologicznej. Brak aktywnych inwestycji w działania proekologiczne także może nie tylko zwiększyć ekologiczne ryzyko techniczne, ale i wpłynąć negatywnie na reputację firmy i jej markę. Zaleca się więc przy równoczesnym nastawieniu na wzrost finansowy zwiększyć nacisk na odpowiedzialność społeczną, co z pewnością wpłynie na lepsze wyniki finansowe, ale w dłuższej perspektywie. Na takie ujęcie rozwoju przedsiębiorstwa będą miał wpływ poniższe komponenty:

- strategia korporacji i jej jednostek biznesu,
- zrównoważone działania,
- zrównoważone wyniki,
- relacje interesariuszy (stakeholders),
- finansowe wyniki korporacji⁶.

Widać jednak, iż na wartość przedsiębiorstwa z punktu widzenia tego inwestora z pewnością będzie miała jego strategia finansowa.

W obszarze tematyki inwestycyjnej i związanej z tym wartości przedsiębiorstwa nie można pominąć jeszcze takiego zagadnienia, jakim jest analiza przedtransakcyjna (ang. Due Diligence). Związana jest ona z ryzykiem, jakie ponosi inwestor, przekazując swoje środki finansowe na inwestycje kapitałowe oparte o zakup udziałów. Obejmuje ona także analizy istniejącej strategii oraz cykliów odnowy strategicznej. Ważne jest, aby cykl inwestowania pokrywał się z cyklem rozwoju firmy (od odnowy strategicznej do kolejnej odnowy strategicznej).

Analiza ta stosowana jest najczęściej przy fuzjach i przejęciach oraz wszelkiego typu transakcjach. Przeprowadzana kompleksowo obejmuje ocenę wszystkich obszarów działalności przedsiębiorstwa, koncentrując się przy tym na weryfikacji sprawozdań finansowych i niematerialnych czynnikach wartości przedsiębiorstwa. Na potrzeby minimalizacji ryzyka utraty wartości przedsiębiorstwa w trakcie jego restrukturyzacji strategicznej dokonuje się oceny takich obszarów, jak: sektor, w którym działa przedsiębiorstwo, finanse, podatki, zagadnienia prawne, ochrona środowiska i odpowiedzialność ekologiczna, technologie, system ubezpieczeń, etc. W większości przypadków przeprowadzenie badania następuje przed finalną wyceną badanego podmiotu i podjęciem decyzji co do losów całej transakcji. Due Diligence spełnia więc rolę narzędzia dostarczającego niezbędnych informacji do przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa⁷.

Umożliwia to już na samym początku wyznaczenie potrzeb wynikających z szybkiego doprowadzenia przedsiębiorstwa do poziomu zadowalających wyników.

PODSUMOWANIE

Dotychczas małą rolę przywiązywano do opisu zachowań inwestorów w kontekście budowy wartości przedsiębiorstw. Koncentrowano się mocno na metodologii-

⁶ M.J. Epstein, M.J. Roy, *Sustainability In Action: Identifying and Measuring the Key Performance Drivers*, Long range planning 34 (2001), s. 588-589.

⁷ C. Suszyński, *Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie*, PWE, Warszawa 2007, s. 210.

cznej ocenie tej koncepcji zarządzania, niedostatecznie podkreślając, iż decyzje strategiczne związane z realizacją konkretnych inicjatyw i projektów w gruncie rzeczy zależą od przyjętego modelu działania przez inwestora. Narzuca on menedżerom zarządzającym przedsiębiorstwem, jak alokować środki i wykorzystywać możliwości do osiągnięcia wartości spółki przy uwzględnieniu jego polityki inwestycyjnej. W tym kontekście należy uwzględnić cele finansowe inwestora jako istotny czynnik mający znaczący wpływ na sposób zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

SUMMARY

The article presents how the enterprises implement the Value Based Management in context behaviors of shareholders. The article concerns the problem of influence financial strategy the shareholders for long and short term planning. In additional authors prepared a substantive analysis of chosen value drivers for Value Based Management. In the final part was presented conclusions and recommendations for managers in range of needs of balanced objectives for shareholders and stakeholders.

LITERATURA

1. M Panfil, *Budowanie wartości spółki przez fundusze Venture Capital i Private Equity*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2005.
2. R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, Wydawnictwo ODIDK, Gdańsk 2005.
3. K. Zalega, *Systemy Corporate Governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa 2003.
4. A.S. Jabłoński, M.M. Jabłoński, *Efektywny model biznesu jako symulator wdrożenia koncepcji zarządzania wartością firmy (Value Based Management)*, [w:] A. Chodzyński (red.), *Spoleczne i ekologiczne aspekty zarządzania*, Wydawnictwo KSW im. A. Frycza Modrzewskiego, Kraków 2007.
5. T. Halmi, S. Ikäheimo, *Value Based Management practices – some evidence from the field*, management Accounting Research, June 2003.
6. M.J. Epstein, M.J. Roy, *Sustainability in Action: Identifying and Measuring the Key Performance Drivers*, Long Range Planning (34) 2001, s. 588-589.
7. C. Suszyński, *Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie*, PWE, Warszawa 2007.