

Łukasz Marecki

## ZMIANY W GOSPODARCE I ICH WPŁYW NA WZROST WARTOŚCI SPÓŁEK

### Uwagi wstępne

Zmiany w gospodarce z punktu widzenia wpływu na wzrost wartości spółek możemy rozpatrywać w kontekście czynników makro otoczenia, czynników podstawowych i wspomagających zmiany koncepcji funkcjonowania spółki.

Czynniki makro otoczenia, zazwyczaj definiowane jako niezależne od spółki, bez postrzegania związków synergetycznych, sprowadza się zazwyczaj w literaturze przedmiotu a w tym w enuncjacjach prasowych do zagadnień związanych z:

- z jednej strony liberalizacją otwierających się gospodarek narodowych a z drugiej z powstawaniem relatywnie silnych ugrupowań regionalnych,
- instytucjonalnych zmian właścicielskich w tym fuzji i przejęć spółek,
- wzrostem znaczenia i zmian inwestorskich na rynkach kapitałowych,
- dominującej metody oceny rezultatów spółek związanej z analizą wolnych przepływów pieniężnych.

Czynniki podstawowe zmian funkcjonowania spółki enumerowane są następująco:

- tworzenie wartości nie jest głównie związane z posiadaniem i wykorzystywaniem w procesie produkcji i sprzedaży aktywów materialnych,
- dążenie do bezwzględnego zwiększania wartości spółki związane jest m. in. z wykorzystywaniem w szerokim zakresie metody outsourcingu we wszystkich płaszczyznach jej funkcjonowania,
- wprowadzenie i rozwój nowych technologii w tym w szczególności informatycznych, umożliwiających tworzenie nowych podstaw budowania wartości spółki poprzez zmianę relacji z klientami ( ostatecznymi odbiorcami),

Do czynników wspomagających zalicza się zwyczajowo:

- kapitał marek, znaków towarowych oraz ludzki, bezpośrednio związane z budowaniem wartości (dla) klienta,
- wartość spółki to wartość w aspektach: teoretycznym, normatywnym i praktycznym, związana z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy i interesariuszy i zarządzania wartością spółki,
- zgodnie z Capital Asset Pricing Model akcjonariusze i interesariusze mogą oczekiwać masy i stopy zysków kapitałowych nie tylko związanej wprost i wyłącznie ze stopą procentową ale również z premią od ryzyka, mierzoną współczynnikiem beta,
- zarządzanie wartością spółki to m.in. stałe przeprowadzania zmian dostosowywania perspektywę wewnętrzną funkcjonowania spółki ( np. EBITDA, FCFF) do perspektywy zewnętrznej, tj. wymogów rynku kapitałowego.

Tabela 1. Trendy zmian

Wczoraj i dziś	Dziś i jutro
Wartość akcji	Wartość akcji
Wielkość sprzedaży	Wielkość sprzedaży
Dochód na akcję	Dochód na akcję
	Przepływy pieniężne
	Wolne przepływy pieniężne
	Wartość ogółem dla akcjonariusza i interesariusza
	Ekonomiczna wartość dodana
	Miary wybrane
	Satysfakcja/ wartość dla klienta
	Satysfakcja dla personelu
	Ochrona środowiska naturalnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: A. Szablewski, Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw, Poltext, Warszawa 2010.

## 1. Wyzwania biznesowe dla spółek w najbliższych 12 miesiącach

Bez względu na sformułowania o spowolnieniu gospodarczym, kryzysie gospodarczym czy też obronie „zielonej wyspy” sędzę ( biorąc pod uwagę liczne naukowe i publicystyczne formułowane opinie), że przed zarządami i właścicielami funkcjonujących w polskiej gospodarce spółek, stoją następujące problemy, tzn. syntetycznie formułując jak:

- a) tworzyć wygrywające strategie, które uwzględniają realia obecnych, konkurencyjnych rynków? Czy poprzez:
  - tworzenie nowych strategii/kierunki rozwoju spółek,
  - budowanie zaangażowania pracowników,

- zwiększenie innowacyjności spółki,
  - inne strategie?
- b) sprostać konkurencji? Czy poprzez:
- obniżkę cen,
  - szybszy rozwój nowych produktów, usług
  - budowanie barier utrudniających wejście nowych konkurentów na rynek,
  - inne działania?
- c) biorąc pod uwagę metodologię modeli wzrostu wartości spółki wybrać (jakie kryteria) metodę wzrostu wartości danej spółki? Czy poprzez:
- wzrost organiczny,
  - fuzje i przejęcia,
  - inne metody?
- d) wyznaczyć, biorąc pod uwagę kryterium efektywności ekonomicznej, czynniki rozwoju nowych rynków zbytu? Czy poprzez zaliczenie do nich (uwzględnienie):
- wielkość i tempa wzrostu rynku(ów) i jego (ich) segmentów,
  - uwzględnienia bliskość do rynków,
  - pomiaru siły lokalnej konkurencji,
  - innych elementów?

## 2. Najważniejsze trendy zmian

Wydaje się, że do najistotniejszych działań, zgodnie z badaniami teoretycznymi i zaleceniami co do kierunków skutecznych działań, dla budowy wzrostu wartości spółki w długiej perspektywie zaliczyć można:

- maksymalizację wolnych przepływów gotówki dla spółki (FCFF) w długiej perspektywie zgodnie z konstatacją, iż spółka poprawiając wielkość wolnej gotówki prowadzi do wzrostu wartości rynkowej spółki i odwrotnie,
- porównywanie – w tendencji – poziomu średnio ważonego kosztu kapitału ( WACC) z planowaną i realizowaną stopą zwrotu ze średniego poziomu zainwestowanego kapitału ( własnego i obcego, tj. ROAIC),
- kreowanie wartości dla akcjonariuszy i interesariuszy przy  $ROAIC > WACC$ , a nie poprzez  $ROAIC < WACC$  czyli konsumowania dostarczanego spółce przez akcjonariuszy i pożyczkodawców kapitału a w związku z tym obniżanie jej wartości oraz nie poprzez  $ROAIC = WACC$  czyli realizację strategii neutralna spółki z punktu widzenia kreowania wartości dla akcjonariuszy i interesariuszy,
- kreowanie wartości dla akcjonariuszy i interesariuszy biorąc pod uwagę jej proporcjonalny wzrost względem rosnących wartości klientów,

- optymalizację struktury kapitału i polityki wypłat dywidendy w różnych formach,
  - relacje inwestorskie i strategię budowania trwałego zaufania społecznego do spółki opartego na przestrzeganiu podstawowych wartości spółki,
  - efektywnego wykorzystywanie nowych, niematerialnych źródeł wartości współczesnego przedsiębiorstwa, zwłaszcza kapitału intelektualnego, kapitału klientów, kapitału organizacyjnego, kapitału informatycznego oraz kapitału relacji.
1. Formułując w syntetyczny sposób ogólnie znane kierunki zmian należy uzupełnić prowadzone rozważania o dwie następujące kwestie: prymat interesu akcjonariuszy czy też zrównoważony układ akcjonariusze - interesariusze?:
- a) dlaczego prymat interesu akcjonariuszy?
- kreowana przez spółkę wartość dla akcjonariuszy jest najlepszym ze znanych mierników rezultatów jej działalności<sup>1</sup>. Umożliwia porównywanie wielkich, średnich i małych spółek w globalnej gospodarce,
  - akcjonariusze korzystają z wytworzonej wartości jako ostatnia grupa interesu: po pracownikach (wynagradzanych za pracę); dostawcach (po zapłacie za dostarczone surowce, materiały czy urządzenia); pożyczkodawcach (uzyskujących spłatę odsetek i udzielonych pożyczek oraz kredytów); władz lokalnych i centralnych (po zapłacie należnych opłat i podatków), i krajów o niższych stopach zwrotu z zaangażowanego kapitału do firm i krajów o wyższych (realnie i potencjalnie w przyszłości) wyższych stopach zwrotu z uwzględnieniem poziomów ryzyka. Firmy, które nie potrafią uzyskiwać satysfakcjonującego poziomu zwrotu na kapitale są skazane na jego odpływ do konkurencyjnych spółek i utratę perspektywy rozwojowej,
  - realizowana przez spółkę strategia wzrostu wartości przyciąga najzdolniejszych menadżerów do pracy w firmie. I odwrotnie, gdy rynki kapitałowe nisko wyceniają spółkę, to łatwo może ona zostać przejęta, zaś główni menadżerowie w pierwszej kolejności zostaną zwolnieni,
  - wysoka wycena spółki przez rynek kapitałowy wzmacnia pozytywny stosunek akcjonariuszy do spółki i jej menadżerów, a także sprzyja realizacji dalszych planów rozwojowych, w tym pozyskania nowego kapitału niezbędnego dla rozwoju,
  - maleje niebezpieczeństwo niepożądanego przejęcia lub niechcianej fuzji, dzięki czemu kierownictwo firmy może kontynuować zatwierdzoną strategię,

<sup>1</sup> A. Rappaport, 1999

- gdy rosną wyceny rynku kapitałowego menadżerowie poszerzają własną swobodę w formułowaniu i realizacji długoterminowych planów strategicznych,
  - rosnąca wartość rynkowa spółki sprzyja pełniejszemu wywiązywaniu się spółki ze swej odpowiedzialności społecznej.
- b) dlaczego zrównoważony układ relacji akcjonariusze vs interesariusze
- mamy do czynienia nie tylko ze wzrostem znaczenia i wpływu na przedsiębiorstwa akcjonariuszy i pozostałych interesariuszy, ale także z koniecznością zapewnienia zgodnej koegzystencji i trwałej równowagi między różnymi interesami jednostek, grup, organizacji, lokalnych i centralnych organów administracji,
  - w długim wymiarze czasu właścicielem rynku kapitałowego jest społeczeństwo. To właśnie fundusze emerytalne i fundusze ubezpieczeniowe, gromadzące oszczędności ludności posiadają przeszło 60% całego rynku akcji w krajach rozwiniętych. Stały się one na przestrzeni minionych 30 lat głównym nabywcami obligacji państwowych oraz obligacji i akcji spółek kapitałowych. Ich główny problem polega nie tylko na gromadzeniu oszczędności emerytalnych i ubezpieczeniowych od ludności, ale przede wszystkim na takim ich przekształceniu w majątek finansowy aby zaspokoić potrzeby wypłat rosnących świadczeń emerytalnych pokolenia powojennego wyżu demograficznego,
  - „gra, w której bierzemy udział u progu nowego stulecia, nosi miano przyspieszonego kreowania zamożności. Dopóki jednak większość funduszy emerytalnych, działających zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się, nie skoncentruje – w interesie swoich członków – wysiłków na kreowaniu wartości dodanej, dopóty nie będziemy mogli mówić o spełnieniu się scenariusza przyspieszenia. W erę kapitalizmu funduszy emerytalnych dopiero zaczęliśmy wkraczać”<sup>2</sup>
  - gdy zatem menadżerowie podejmują strategiczne czy operacyjne decyzje dotyczące spółki, to wpływają bezpośrednio na poziom i jakość życia oszczędzających obywateli,
  - procesy globalizacji i otwarty rynek poszerzają możliwości wyboru współpracowników, klientów, partnerów handlowych oraz zmniejszają utrwalane w przeszłości poczucie lojalności. Dostawcy stają się mniej uzależnieni od dotychczasowych klientów. Klienci mają szersze możliwości nabywania pożądaných towarów, także z wykorzystaniem internetu i na giełdach towarowych,

<sup>2</sup> Ambachtsheer, Keit,P; Ezra, D.Don: 2001, s.24-25,

- spółki postrzegają coraz silniej różnego rodzaju interesariuszy jako oferentów niezbędnych dla przedsiębiorstwa zasobów i poszukiwanych partnerów strategicznych. O ile korzystne relacje z akcjonariuszami sprzyjają ich pozyskaniu do sfinansowania nowych projektów zapewniających ekspansję firmy, o tyle dobre relacje z dostawcami i klientami pozwalają z dużym poczuciem bezpieczeństwa realizować strategię przejęć i akwizycji nowych spółek.

## Podsumowanie

Prezentowane rozważania zebrane na podstawie licznych publikacji w formie zapisu punktowego, zgodnie z zamiarem autora, mają za zadanie umożliwienie skoncentrowania prowadzonej dyskusji na najbardziej istotnych, zdaniem autora, kwestiach związanych z istotnym podwyższeniem tempa rozwoju gospodarczego Polski w kontekście wyzwań europejskich i światowych.

## Bibliografia:

1. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2011.
2. Black A., Wright Ph., Bachman J.E., Davis J., *Search of Shareholders Value. Managing the drivers of performance*, London 1998.
3. Gorczyńska M., Znaniecka K., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, SKwP, Warszawa 2006.
4. Hawawini G., Viallet C., *Finanse menadżerskie*, PWE, Warszawa 2007.
5. Janik W., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lublin 2011.
6. Keith P. Ambachtsheer, Don Ezra D., *Fundusze emerytalne – jak efektywnie pomnażać majątek ich członków*, przekład Andrzej W. Przybylski, Oficyna Ekonomiczna Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001.
7. Szablewski A., *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw*, Poltex, Warszawa 2010.
8. Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B., *Value Based Management, koncepcje narzędzia*, Poltex, Warszawa 2008.
9. Zadora H., *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, SKwP, Warszawa 2005.

## CHANGES IN THE ECONOMY AND THEIR IMPACT ON THE GROWTH OF COMPANIES

**Key words:** economy, financial markets, value of companies, financial management

### Summary

Presented collected deliberations based on numerous publications in the form, according to the intention of the author, have a spot record for the task enabling to concentrate had discussion on most essential, with opinion of the author, issues associated with significant increasing the pace of the economic development of Poland in the context of the challenges European and world.