

# Po pierwsze: wartość

■ Jak uniknąć syndromu bezzębnej firmy? Kim są poławiacze wiedzy, saperzy biznesu i dlaczego wciąż ich brakuje? Wprawdzie, szczególnie wśród spółek publicznych, można znaleźć firmy, dla których zarządzanie wartością nie jest tylko pustym sloganem, jednak ten sposób podejścia do biznesu wciąż nie jest w Polsce popularny.

**Z**arządzaniu wartością firmy poświęcono tony papieru i gigabajty pamięci komputerowej. Wystarczy przejrzeć linki z jednej tylko strony – [www.valubasedmanagement.net](http://www.valubasedmanagement.net) – by znaleźć ponad 200 przykładów szczegółowego rozwinięcia tej, wydawałoby się, prostej zasady: prowadząc firmę należy dbać o to, by jej wartość rosła tak, aby zainwestowane w nią pieniądze przyniosły większy zysk niż dzięki włożeniu ich do banku. Zasada jest oczywista, ale realizacja już niekoniecznie – żeby zwiększać wartość firmy, najpierw trzeba ją umieć określić. A to jest coraz trudniejsze.

## ■ Ile warta?

– Żyjemy w czasach przełomu – stara ekonomia, która była dostosowana do cywilizacji industrialnej, coraz mniej przystaje do rzeczywistości. Najpierw przyzwyczailiśmy się wyceniać spółki na podstawie ich majątku, potem – na podstawie zdolności do generowania w przyszłości nadwyżek. Teraz musimy się nauczyć wyceniać potencjał, którego nie widać – mówi prof. Elżbieta Mączyńska, prezes Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego i przywołuje pojawiające się ostatnio w światowej prasie ekonomicznej

opinie, że dzisiejsza gospodarka to już nawet nie „gospodarka oparta na wiedzy”, ale na kreatywności. Tylko jak zmierzyć i wycenić kreatywność?

Przyjmijmy, że mamy dwie niemal identyczne firmy, które różni tylko to, że jedna inwestuje w badania i rozwój, a druga nie. Kogoś, kto chciałby obie te firmy porównać, dotychczasowe metody pomiaru zaprowadziłyby na manowce.

Co by się bowiem okazało? Otóż znacznie lepsze wskaźniki miałaby ta firma, która nie inwestuje. Dopiero w dłuższym okresie, o ile pieniądze na badania i rozwój zostaną dobrze wydane, okaże się, że to wartość tej drugiej gwałtownie wzrosła.

Kolejna rzecz, która wypacza obraz przedsiębiorstwa, to presja, szczególnie duża w przypadku spółek giełdowych, na wykazywanie wyników w krótkim czasie.

– Jeśli prezes firmy jest rozliczany z tego, jaki osiągnie zysk, to nie ma nic prostszego niż wykazanie jego gwałtownego wzrostu w krótkim okresie – mówi Mączyńska. Mechanizm można łatwo przedstawić za pomocą analogii z życia prywatnego.

– Jeżeli w 2006 roku nie poszłam do dentysty, to, przy nie zmienionych wszystkich innych warunkach, mój budżet jest lepszy. Za to być może w 2007 r. będę musiała wymienić całą szczękę – mówi Mączyńska.

Tego typu postępowanie nazywa „syndromem bezzębnych przedsiębiorstw”. Jest to problem uniwersalny, mają go właściciele i inwestorzy pod każdą szerokością ►



► geograficzną. Natomiast w Polsce często pojawia się także inny problem, jaki z zarządzaniem wartością ma wciąż spora grupa firm – tych, których głównym udziałowcem jest państwo. W ich przypadku wcale nie jest oczywiste, że budowanie wartości jest ich głównym celem.

### ■ Nie wymaga, nie nagradza

– Dla spółek Skarbu Państwa ważne są inne cele – przestrzeganie wewnętrznych regulaminów, dążenie do tego, żeby uniknąć formalnych błędów, oglądanie się na to, co powiedzą związki zawodowe. Zarządy zajmują się mnóstwem różnych spraw nie związanych z tworzeniem wartości firmy – mówi **Thomas Kolaja**, szef firmy doradczej Kolaja & Partners, specjalizującej się w restrukturyzacji firm.

Najważniejszym problemem, jego zdaniem, jest to, że po pierwsze Skarb Państwa nie mówi swoim firmom, że ich podstawowym celem jest tworzenie wartości, a po drugie – zarządy tych firm nie są wynagradzane, jeśli coś dobrego robią. Wynagradzanie za wyniki uniemożliwia zaś „głupia i korupcjogenna” ustawa kominowa.

Kolaja wspomina pracę, jaką wykonywał dla Telewizji Polskiej.

– Zarząd musiał tam optymalizować bodajże blisko 30 celów, z czego tylko dwa były mierzalne. Cała reszta była weryfikowana na podstawie różnych opinii, wydawanych przez ludzi, którzy w każdej chwili mogli się zmienić, w zależności od tego, skąd powieje wiatr – opowiada. Jak w takiej sytuacji zarządzać firmą – skoro nikt

JANUSZ R. GUY  
DYREKTOR ZARZĄDZAJĄCY SPECTRA HOLDING

## Niematerialność można dobrze sprzedać



■ ■ Spektakularnym przykładem sytuacji, kiedy na dużą skalę czynniki

niematerialne decydowały o wartości firm, był boom internetowy w Stanach Zjednoczonych siedem lat temu. Wówczas w wielu przypadkach udział stałych aktywów w wycenie firmy był mikroskopijny. To dzięki temu możliwe stało się przejęcie przez American Online koncernu takiego jak Time Warner. Później nastąpił krach, zmieniła się wycena tego typu firm, a te z nich, które to przetrwały – takie jak American Online czy Google – zmieniły model wyceny: zaczęły się liczyć przychody z reklamy, a nie liczba użytkowników.

Są firmy, które zarządzanie niematerialną wartością mają wpisane w swoją strategię. Dobrym przykładem jest Coca Cola, w której większość wartości firmy stanowi znak towarowy. W praktyce oznacza to m.in., że w firmie opracowano i wdrożono rozbudowany zestaw zasad postępowania, mający na celu budowę wartości marki. Zarządzanie wartościami niematerialnymi to pojęcie bardzo szerokie: można pod nie podciągnąć nawet jakość pracowników. Firma może na przykład zatrudniać tylko osoby z wyższym wykształceniem, komunikować ten fakt rynkowi, i... traktować go jako argument pozwalający żądać wyższej ceny za produkt.

tego nie wymaga, a wręcz oczekuje zupełnie czegoś innego, a poza tym nawet gdyby wymagał, to nie jest w stanie i nie chce za wyniki wynagradzać?

– W spółkach Skarbu Państwa stosowanie systemów motywowania służących zarządzaniu wartością firmy jest bardzo ograniczone – potwierdza **Roman Gurbiel** z firmy doradztwa strategicznego Booz Allen Hamilton. Dodaje, że w wielu branżach, np. w elektroenergetyce, powstanie systemów motywacyjnych, służących tworzeniu wartości firmy, utrudniają np. układy zbiorowe, w których zapisane są automatycznie pewne przywileje, niezależne od jakości pracy objętych nimi osób. Podstawowy problem leży zresztą głębiej – pozostając przy przykładzie elektroenergetyki: firma działająca w tym sektorze tak naprawdę nie odczuwa presji konkurencyjnej. Jej pracownik nie widzi konkurencji, bo ani mu żaden klient nie uciekł do innej firmy, ani sam dodatkowego klienta nigdy nie pozyskał. Zysk firmy często w większym stopniu niż od postępowania firmy zależy od działań regulatora. Efekt?

– Tam, gdzie właścicielem jest Skarb Państwa, polepszenie efektywności zależy głównie od... ambicji menedżerów – mówi Gurbiel. Czyli praktycznie tak, jak było za czasów PRL. To dotyczy jednak głównie przedsiębiorstw w pełni państwowych. Zdaniem eksperta Booz Allen Hamilton, znacznie lepsza sytu-

acja jest w firmach takich jak Orlen czy Lotos, w których przynajmniej część udziałów należy do inwestorów prywatnych. Istnieje w nich ogólna świadomość konieczności budowania wartości firmy, idą za nią również działania mające na celu budowę systemów motywacyjnych.

Problemem, z jakim w tego typu spółkach spotyka się konsultant, którego zadaniem jest usprawnienie zarządzania, jest właściwe ustawienie wskaźników – powiązania premii z wynikami oraz „schodzenie w dół” – stworzenie algorytmów przyznawania premii za wyniki na niższych stanowiskach. Jeśli reguły nie są klarowne, zdarzają się sytuacje, gdy pracownicy są przekonani, że to oni wypracowali wyniki, a nagrody zgarnia ktoś inny. W efekcie nie są w ogóle zmotywowani do pracy.

Również Thomas Kolaja podkreśla znaczenie systemu motywacyjnego. Pierwszą rzeczą, którą robi, gdy wchodzi do firmy, jest tłumaczenie ludziom, że mają jeden podstawowy cel – tworzenie wartości. Cała reszta musi być temu celowi logicznie podporządkowana. Następnym krokiem jest stworzenie jasnej struktury raportowania, wprowadzenie zarządzania przez cele, a ukoronowaniem działań – stworzenie systemu motywacyjnego, który spowoduje, że te cele będzie się opłacało realizować.

Potem potrzebna jest już tylko konsekwencja.

Kolaja ocenia, że proces uzdrawiania zarządzania musi trwać co najmniej 6-9 miesięcy, po to, żeby nowe rozwiązania „zaskoczyły”. Trochę jak z rozgrzewaniem się silnika – maszyna osiąga pełną sprawność wtedy, gdy

PROF. ELŻBIETA MACZYŃSKA  
PREZES POLSKIEGO TOWARZYSTWA EKONOMICZNEGO

## Niewidzialna wartość

■ ■ Kiedyś o wartości przedsiębiorstwa decydowały grunty, maszyny i produkt. Teraz w coraz większym stopniu decydują czynniki niewidzialne. Przykładem najlepiej pokazującym tę zmianę jest wysoka wycena wyszukiwarki Google. Ta sytuacja powoduje, że pomiar wartości przedsiębiorstwa stał się niesamowicie trudny.

Ale warto pamiętać, że nie są to tylko nasze trudności – to one były wszak powodem afery Enron. System motywacyjny był ściśle powiązany z kreowaniem wartości przedsiębiorstwa i menedżerowie za wszelką cenę chcieli wykazać, że wartość przedsiębiorstwa jest większa niż była w rzeczywistości. Zastosowali agresywną księgowość, co doprowadziło do katastrofy.



zarówno menedżerowie, jak i pracownicy zobaczą, że nowe reguły działają, i że dostają dzięki temu więcej pieniędzy.

Co przeszkadza we wdrażaniu zmian? Zazwyczaj brak zaufania, czyli doszukiwanie się wszędzie drugiego dna. Pracownicy, zmuszeni do zmiany dotychczasowych reguł, nie wierzą w to, co mówią im osoby wprowadzające nowy system i starają się omijać nowe reguły, wracając w utarte koleiny. To naturalny proces, który trzeba przejść. Dlatego na wdrożenie potrzeba tyle czasu.

## ■ Saperzy i poławiacze

Zdaniem prof. Mączyńskiej, największe problemy firmom sprawia zarządzanie zasobami niewidzialnymi. – Łatwo jest zarządzać zapasem surowca, a nawet zasobem ludzi, czyli stanowiskami pracy. Natomiast znacznie trudniej jest zarządzać potencjałem intelektualnym. A to właśnie ten potencjał na dłuższą metę decyduje o tym, czy firma będzie się rozwijała.

O zarządzaniu talentami dużo się ostatnio mówi – sporo przedsiębiorstw ma nawet specjalne programy dotyczące tej dziedziny. – To bardzo dobrze, że takie programy są, ale

**THOMAS KOLAJA**  
PARTNER ZARZĄDZAJĄCY KOLAJA & PARTNERS

## Albo wartość, albo przejęcie

■ Tworzenie wartości dla akcjonariuszy jest podstawowym celem istnienia firmy. Wszystkie inne cele powinny być mu podporządkowane. Jest w tym logika. Jeżeli spółka nie tworzy wartości dla właściciela, nieuchronnie kończy się to tym, że ktoś inny przyjdzie i ją wykupi. Na takie firmy, które nie tworzą wartości, polują na całym świecie fundusze typu private equity. Nie ma sensu oceniać, czy jest to dobre czy złe. Po prostu taka jest rzeczywistość – jeżeli obecny właściciel firmy nie chce czy nie potrafi zadbać o jej wartość, to zrobi to następny. W Polsce wielu ludzi zarządzających państwowymi firmami jeszcze nie ma tej świadomości.



gdy dokładnie przeglądam zasady zarządzania talentami, mam często wątpliwości, czy jest to robione właściwie – mówi Mączyńska. Niepokoi ją pewien schematyzm tych programów. Po drugie, wbrew temu, ile się mówi o gospodarce opartej na wiedzy, wciąż zbyt małe znaczenie, jej zdaniem, firmy przykładają do korzystania z informacji.

– Są tu dwa zaniedbane obszary. W przedsiębiorstwach brakuje „saperów biznesu” i „poławiaczy wiedzy” – mówi Mączyńska. Saperzy to osoby odpowie-

dzialne za tworzenie systemów wczesnego ostrzegania, monitorowania zagrożeń. W tej dziedzinie w polskich firmach bardzo mało się dzieje. Mimo że narzędzia służące do takiej analizy są stosunkowo proste i łatwo dostępne, rzadko są wykorzystywane. Przykład? Członkowie rad nadzorczych dostają zwykle po kilkadziesiąt wskaźników finansowych dotyczących przedsiębiorstwa, ale są one podane oddzielnie – nie powiązane ze sobą, a przecież wystarczyłaby niewielka praca, aby dane te odpowiednio prze- ▶

reklama

10 LUTEGO 2007 ROKU ODBYŁA SIĘ

## WIELKA GALA LIDERÓW POLSKIEGO BIZNESU

SERDECZNIE DZIĘKUJEMY WSPÓŁORGANIZATOROM

MECENASOWI GŁÓWNEMU



MECENASOWI OFICJALNEMU



PARTNEROM GALI



PPI-ETC



► tworzyć tak, by łatwiej byłoby dostrzec czyhające na firmę zagrożenia.

Nieco więcej wysiłku firmy kosztowałyby wypełnienie drugiej luki – stworzenie zespołów „poławiaczy wiedzy”, których zadaniem jest śledzenie tego, co dzieje się w szeroko rozumianym otoczeniu wiedzy i dostrzeganie pojawiających się nowych szans. Szkoda, bo warto nad tym popracować. Im mniej spółki dbają o pozyskiwanie wiedzy, tym częściej są zaskakiwane przez rynkowe realia. Gdy na warszawskiej giełdzie zmieni się koniunktura (co w końcu jest przecież nieuchronne) i ceny polskich przedsiębiorstw generalnie spadną, wówczas te z nich, które nie przywiązywały do tej pory wagi do zarządzania wartością, odczują to najboleśniej.

KRZYSZTOF ORŁOWSKI

ANDRZEJ WAWOK, PIOTR WANIOREK,  
(FOTOMONTAŻ STUDIO PTWP)

## Czego się uczyć

**Zarządzanie wartością firmy** to wiedza wielowątkowa. Można ją już w Polsce zdobywać w ramach wyspecjalizowanych studiów. Przykładem jest Studium Zarządzanie Wartością Firmy współorganizowane przez **Szkołę Główną Handlową** w Warszawie oraz **Business Consulting Sp. z o.o.** w Katowicach. Na program nauczania składa się wiedza z różnych dziedzin. Niektóre z nich to:

- metody wyceny przedsiębiorstwa (tradycyjne, takie jak metoda DCF czy metoda porównawcza uzupełniane o wycenę wartości niematerialnych i prawnych)
- stosowanie nowych mierników oceny wyników spółek kapitałowych – (MVA, EVA)
- wykorzystanie do zarządzania przedsiębiorstwem strategicznej karty wyników (Balanced Scorecard)
- zarządzanie i nadzór nad IT w przedsiębiorstwie
- wprowadzanie spółki na giełdę
- stosowanie systemów wczesnego ostrzegania przed zagrożeniem w biznesie
- metody oceny opłacalności projektów inwestycyjnych
- strategię wzrostu wartości przedsiębiorstwa (m.in. strategię wzrostu wartości klienta, zastosowanie rachunku kosztów działań do oceny rentowności klienta, zarządzanie jakością w przedsiębiorstwie – TQM, programy motywowania menedżerów, controlling operacyjny).

Więcej, [www.buscon.com.pl](http://www.buscon.com.pl)

## Giełda: cień prawdziwej wartości

Co można zrobić, żeby wskazać firmy, których wartością dobrze zarządzano? Przyjrzeć się zachowaniu ich akcji w dłuższym okresie. Chociaż – niestety – nawet wyniki takiego testu trzeba poprzedzić zastrzeżeniem, że są one dalekie od doskonałości.

W ramach obchodów 15-lecia warszawskiej giełdy GPW opublikowała statystyki pokazujące, jaki średni roczny zwrot można było uzyskać na akcjach firm notowanych na parkiecie od momentu ich debiutu do kwietnia 2006 r. Wybraliśmy po pięć spółek w każdym pięcioleciu, na których akcjach inwestorzy mogli w tym czasie osiągnąć największy zwrot.

O czym trzeba pamiętać?

• O cenie często w większym stopniu niż budowana z móżdżem wartość decydują motywy spekulacyjne.

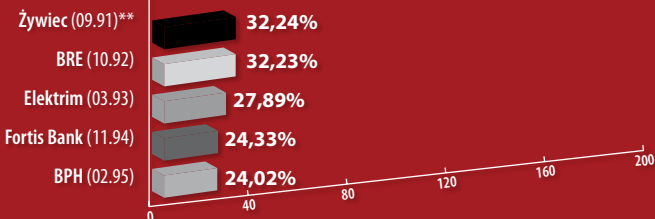
• Mniej mówią o spółce oszałamiające roczne wzrosty osiągnięte w 2-3 lata niż będące efektem 12-13 letniego notowania. Z tego względu z ostatniego pięciolecia wyłączyliśmy ostatni rok, kiedy to okres od debiutu do momentu „pomiaru wyniku” był zdecydowanie zbyt krótki. Mimo tego zabiegu ostatnią pięciolatkę zdominowały spółki debiutujące w 2004 roku pozostawiając w tyle wcześniej debiutujące gwiazdy parkietu, takie jak Koncern Mięsny Duda (średni zwrot 77,58 proc. rocznie) czy LPP (71,96 proc.).

• O nie jedyny przykład na to, jak kapryśne są wyroki giełdowego rynku. Po przyjrzeniu się powstałej w ten sposób liście widać, że obok spółek, które swą pozycję zawdzięczają bardzo dobrze zarządzanej marce (Żywiec) czy dużemu szczęściu do menedżerów (BRE, BPH), pojawiają się i takie, jak Elektrim – firma, która będąc na skraju bankructwa swój wynik zawdzięcza temu, że o kontrolę nad jej majątkiem trwa nie kończący się bój pomiędzy akcjonariuszami.

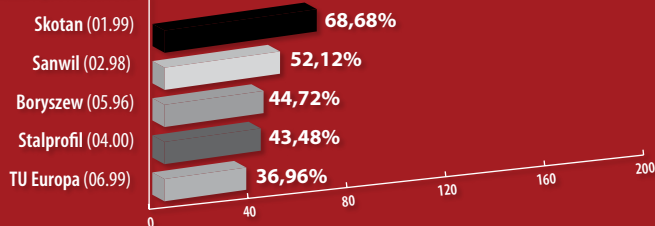
Wartość firmy na giełdzie to „cień jej rzeczywistej wartości” – mówi Thomas Kolaja, dodając, że niestety „dzień mamy pochmurny”. Mówiąc wprost: kapitału jest na giełdzie tyle, że premia za samo bycie spółką publiczną jest bardzo wysoka. Dopiero dekonunktura pozwoli odsiać firmy słabsze.

### 15 spółek 15-lecia giełdy (średnioroczny wzrost wartości w proc. \*)

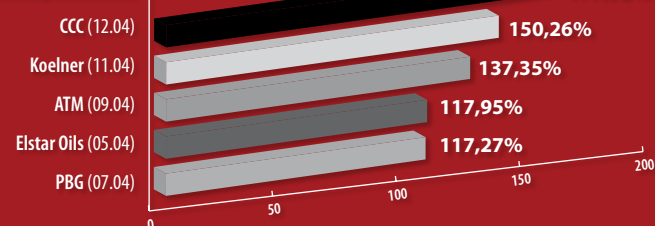
#### debiuty 1991-95:



#### debiuty 1996-2000:



#### debiuty 2001-2004:



\* od momentu debiutu do 31.03.2006 r., \*\* w nawiasie data debiutu  
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW