

Leonard Rozenberg

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny,
Zachodniopomorska Szkoła Biznesu w Szczecinie

Antoni Nowakowski

Zachodniopomorska Szkoła Biznesu w Szczecinie

Analiza historyczna ewolucji firm wirtualnych w aspekcie zarządzania ich wartością

„Jedyną stałą rzeczą we wszechświecie jest zmiana”
(Powiedzenie chińskie)

Streszczenie: Czynniki budujące wartość firm nowej ekonomii to przede wszystkim wiedza i innowacyjne technologie, zwłaszcza informatyka i technologie komunikacyjne. Podczas gdy gospodarcza efektywność dotcomów jest ciągle poddawana krytyce, to istnienie nowej ekonomii jest bezspornym faktem. Wykorzystując nowatorskie metody organizacji produkcji, rozmieszczenia (globalizacja) i kierowania procesami gospodarczymi spowodowano duże zmiany, nie tylko w strukturach firm, ale także w naszym codziennym życiu. Możliwość dominacji majątku trwałego jest już ograniczona, zaś główną wartością stają się atuty niematerialne, a wiedza staje się kluczem do sukcesu wielu firm.

Prezentowany materiał zajmuje się dyskusją o różnicach w zarządzaniu i możliwościach wyceny zwirtualizowanych i tradycyjnych przedsiębiorstw. Autorzy – na bazie wywodów historycznych – próbowali określić główne czynniki, które generują wartość rynkową wirtualnych i tradycyjnych przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: szacowanie wartości firmy, wartość księgową, wartość rynkowa, ekonomia klasyczna, przedsiębiorstwo wirtualne

Wstęp

Rozwój nowoczesnych technologii (przede wszystkim informatycznych i komunikacyjnych) spowodował zmianę podejścia do zarządzania i kreacji wartości firm, dając podstawy tzw. nowej ekonomii, a więc gospodarki globalnej i opartej głównie na wiedzy. Dominującą rolę w tworzeniu wartości firmy zaczynają odgrywać aktywa niematerialne związane z kapitałem intelektualnym i dostępem do informacji.

Zmiany struktury budowania wartości, a co za tym idzie techniki wycen, wynikają z rzeczywistych zmian w modelu funkcjonowania firm oraz z czynników zewnętrznych umożliwiających i przyspieszających te zmiany.

Termin „nowa ekonomia” jest w istocie bardzo szeroką definicją, poczynając od „dotcomów” i przedsiębiorstw nowoczesnych technologii, po badania zmian gospodarczych

spowodowanych użyciem nowych technologii. Tak czy inaczej, zmiany te mają wpływ na całą światową gospodarkę, w aspekcie makro, jak w i mikroekonomicznym.

Definicja nowej gospodarki przygotowana przez *APEC Economic Committee Project* jest następująca: „*Ekonomiczny model oparty na polityce wzajemnej współpracy, mający na celu podtrzymanie długoterminowego wzrostu, w którym informacyjne technologie sieciowe radykalnie zwiększają ilość i wartość informacji dostępnych dla jednostek, firm, rynków i rządów, pozwalające im dokonywać bardziej efektywnych wyborów i prowadzące do lepszych wyników*”¹. Taka definicja jest przydatna w identyfikowaniu wagi, jaką odgrywają technologie sieciowe w nowej ekonomii, choć ułomność jej polega przede wszystkim na tym, że nie uwzględnia ona wszystkich kwestii, w tym:

- zmiany organizacyjne, szczególnie w zakresie organizacji pracy, które nastąpiły po przyjęciu nowych technologii informacyjnych,
- wzrostu znaczenia kapitału ludzkiego, potrzeby budowania kompetentnych zespołów ludzkich zdolnych do efektywnego wykorzystania nowych technologii,
- polityki wspierającej wprowadzanie tych technologii, zwłaszcza polityki fiskalnej² i handlowej,
- łatwiejszego dostępu do rynków inwestycyjnych dla przeciętnych ludzi,
- związku pomiędzy wzrostem ekonomicznym a dobrobytem społecznym, jako konsekwencji nowej gospodarki.

Świadomość istnienia tych czynników spowodowała konieczność uzupełnienia definicji w taki sposób, że oto nowa gospodarka rozumiana jest jako strategiczne połączenie zmian organizacyjnych i prawnych oraz zdolności wykorzystania innowacyjności i kreatywności, wspieranej przez rozwijający się globalny handel, połączony z technologią informacyjną, dzięki czemu możliwe staje się osiągnięcie długoterminowego wzrostu ekonomicznego i dobrobytu społecznego.

Stara i nowa ekonomia

Stara ekonomia jest symbolem gospodarki wywodzącej się jeszcze z rewolucji przemysłowej, przy czym skupia się ona na produkcji, zużywając przy tym dobra materialne. Finalną wartość produktu budują jego fizyczne elementy i części, z których został stworzony, zaś koszt pracy i myśli technicznej są minimalizowane.

Produkcja w nowej ekonomii generuje wartość dodaną przez skomplikowane interakcje wielu zwykle dość oczywistych elementów, z mniej dostrzegalnymi takimi jak design, inżynieria wiedzy czy marka.

Stara ekonomia reprezentuje zwykle duże, ustabilizowane firmy działające w tradycyjnych i rozwiniętych sektorach przemysłu. Charakteryzuje je niewielka zmienność rynkowa i niskie ryzyko inwestycyjne. Swoim akcjonariuszom często i konsekwentnie wypłacają

¹ Definicja „nowej gospodarki”, przygotowana przez APEC Economic Committee Project, “APEC and the New Economy” by Catherine L. Mann and Daniel H. Rosen, Institute for International Economics

² Dotyczy to, co prawda USA; w Polsce istniały próby prawnego wsparcia nowych technologii (zwolnienie z VAT za usługi dostępne do Internetu, niższy VAT na usługi telekomunikacyjne itp.); w powszechnej ocenie były jednak niewystarczające.

dywidendy, gdyż wypracowane zyski w pełni zaspokajają działalność inwestycyjną, niezadko przewyższając ich potencjał inwestycyjny.

Nowa ekonomia dotyczy spółek zaangażowanych w nowoczesne sektory technologiczne, opierających swoją działalność na wiedzy, informacji i komunikacji. Dobrze prosperujące firmy są w stanie dużo szybciej budować wartość na rynku. Przykładami spółek nowej ekonomii są światowe firmy, których główna działalność opiera się na e-commerce i najnowszych technologiach, takie jak: Google, eBay, Cisco, Microsoft czy Intel. Firmy te działają w odmiennym otoczeniu biznesowym, dlatego, generalnie rzecz biorąc, wartość ich biznesu obarczona jest wysokim ryzykiem zmienności.

Spółki starej i nowej ekonomii różnią się nie tylko obszarem swojej działalności, ale także sposobem wyceny przez rynek. Spółki starej ekonomii wyceniane są zwykle na podstawie stabilnych modeli biznesowych, przy niedużych oczekiwaniach silnego wzrostu, małej zmienności wartości rynkowej oraz dość precyzyjnych szacunkach przepływów pieniężnych.

Z kolei wycena spółek nowej ekonomii musi uwzględniać większą zmienność rynku, mniejszą stabilność modeli biznesowych, a co za tym idzie większe łączne ryzyko. Analizując spółkę nowej ekonomii skupić się należy na przyszłych zyskach w perspektywie kilku lat, choć są one tym trudniejsze do oszacowania, im krócej firma istnieje na rynku. To właśnie balans pomiędzy doświadczeniem i wiedzą o procesach biznesowych jest unikalna dla każdego modelu i rodzaju biznesu.

Tabela. 1. Wyznaczniki wartości starej i nowej ekonomii

Stara ekonomia	Nowa ekonomia
Niedobór i rzadkość	Powszechność
Potrzeba kontroli	Potrzeba współpracy, zaufanie
Geograficzna bliskość położenia produkcji	Lokalizacja nie ma znaczenia
Wartość jest mierzalna	Wartość „wyłaniająca się”
Skupienie uwagi na linii produkcyjnej	Skupienie uwagi na społeczności użytkowników
Masowość	Personalizacja
Przewidywalność	Eksperymentalność
Statystyki	Rozpoznawanie zależności, eksploracja danych
Przejrzyste granice i definicje	Przesuwające się granice i konsensus znaczeń

Źródło: <http://wistechnology.com/article.php?id=557>; dostęp dn. 19.05.2007 r.

Sposób funkcjonowania każdego przedsiębiorstwa uzależniony jest od uwarunkowań związanych z otoczeniem, w jakim się ono znajduje. Pojawienie się technologii informacyjnych wraz z procesami globalizacji wyznacza nowe warunki działania przedsiębiorstw. W przedsiębiorstwach starej ekonomii większość decyzji podejmowana jest w oparciu o znane schematy działań oraz dane zgromadzone przez lata. Jest to dobre podejście dla firm, których produkcja ulokowana jest w fizycznych przedmiotach. Te same dane są potrzebne, ale nie są wystarczające dla nowej ekonomii. Wartość w tym przypadku staje się coraz bardziej zależna od unikalnej wiedzy i doświadczenia, ale obiektywne źródło danych musi być uzupełnione również o subiektywne oceny zainteresowanych środowisk, kulturę organizacji oraz inne powiązania.

Najważniejszą cechą charakteryzującą sferę nowej ekonomii jest wykorzystanie wiedzy i informacji przy użyciu technologii ICT³. Czy rzeczywiście technologia zrewolucjonizowała ekonomię? Istnieje wiele teorii wskazujących, że tak właśnie jest, ale także sporo poddających w wątpliwość modele ekonomiczne. Mówi się o tzw. fenomenach nowej gospodarki, które dotyczą zarówno mikro-, jak i makro-ekonomii.

To dla przykładu tzw. „efekt sieci”, jako nowego źródła wzrostu gospodarczego, inny akcentuje zmiany w charakterze cyklu koniunkturalnego, a dokładniej mówiąc zależność pomiędzy inflacją a bezrobociem. Trzeci zakłada z kolei, że dzięki wyższej wydajności gospodarka może rozwijać się szybciej bez presji inflacyjnej, a długookresowe tempo jej wzrostu ulegnie przyspieszeniu.

Tabela. 2. Wybrane różnice pomiędzy starą i nową gospodarką

Wyszczególnienie	Stara Gospodarka	Nowa Gospodarka
Struktury rynkowe	Statyczne	Dynamiczne
Konkurencja	Krajowa	Globalna
Formy organizacyjne	Hierarchiczne i biurokratyczne (np. struktura piramidowa)	Formy sieciowe (struktury płaskie) ⁴
Organizacja produkcji	Masowa, mechanizacja i automatyzacja produkcji	Elastyczna, oparta na informacji
Kluczowe drivery (generatory) wzrostu	Kapitał, praca	Wiedza, innowacja
Wskaźniki produkcji	Wydajność	Efektywność
Źródła przewagi konkurencyjnej	Korzyści ekonomii skali	Innowacja, jakość, szybkość działania na rynku; dopasowanie do klienta, mass customization
Znaczenie B&R⁵	Umiarkowane	Bardzo wysokie
Wykorzystywanie nowych technologii	Sceptyczne, związane z produkcją, ograniczone do koniecznych potrzeb	Entuzjastyczne; pionierskie; dążenie do maksymalnego ich wykorzystania
Stosunki z innymi firmami	Samodzielność, agresywność	Współpraca (alianse i fuzje), partnerstwo
Polityka cenowa	Bazująca na kosztach	W zależności od wartości dla klienta
Działania marketingowe	Segmentacja rynku, komunikacja masowa	Marketing indywidualny, komunikacja z bezpośrednim sprzężeniem zwrotnym
Klienci	Rzesze konsumentów	Najważniejsi, motto „Klient nasz Pan”
Stosunki pracownik a pracodawca	Stosunki hierarchiczne; stałe zatrudnienie	Elastyczne i oparte na współpracy; telepraca
Wymagane umiejętności	Wąskie, związane z zawodem	Szerokie, powiązane
Wymagane wykształcenie	Nabyte umiejętności i dyplom	Ciągła nauka i podnoszenie kwalifikacji

Źródło: M.P. Feldman, A. N. Link, *Innovation Policy in the Knowledge-Based Economy*, Kluwer Academic Publishers; Seria Economics of Science, Technology&Innovation; 2001

³ ICT (*Information and Communication Technology*) – technologia teleinformatyczna

⁴ Przykładem może być firma Microsoft, pracownik najniżej hierarchii jest oddalony od Billa Gatesa zaledwie o cztery poziomy.

⁵ B&R to skrót oznaczający Badania i Rozwój.

Neoklasycystyczna teoria wzrostu gospodarczego zakłada, że podstawowym czynnikiem determinującym ten wzrost są inwestycje kapitałowe, ale czy inwestycje w technologie IT również zwiększają produktywność gospodarki. Robert Solow, laureat Nagrody Nobla, stwierdził, że: „Komputery widać wszędzie, ale nie w statystykach produktywności”. Rzeczywiście, boom inwestycyjny w IT, który rozpoczął się w 1972 r. w Stanach Zjednoczonych nie przyniósł oczekiwanego wzrostu produktywności, a nawet przeciwnie, odnotowano niewielki jej spadek. Stąd ten paradoks produktywności nazywamy paradoksem Solow’a.

Współcześnie paradoks ten nie jest już realny. Od 1995 r. wzrost produktywności w sektorach pozarolniczych wzrósł dwukrotnie w stosunku do poprzedzającego okresu utrzymując stały trend wzrostowy. Wielu naukowców uważało, że nagły wzrost produktywności wynika z wczesnego etapu cyklu koniunkturalnego, po którym następuje nieuchronne spowolnienie. W tym przypadku tak się jednak nie stało, a cykl koniunkturalny zachował się dokładnie odwrotnie w stosunku do oczekiwań. Co prawda w dwóch kolejnych latach nastąpiło spowolnienie, ale w fazach późniejszych nastąpił wzrost, co wcześniej nie było spotykane.

Internet i sieci komputerowe odgrywają podstawową rolę w nowej gospodarce, opartej na przetwarzaniu informacji i komunikacji. Driverem napędzającym nową gospodarkę jest wzrost wydajności produkcji oraz zwiększanie konkurencyjności przedsiębiorstw w wyniku innowacyjności. Manuel Castells określa innowacyjność jako funkcję trzech czynników: „*pierwszym jest poszerzanie wiedzy w zakresie nauk ścisłych, techniki i zarządzania, drugim jest dostępność wysoko wykształconej elastycznej siły roboczej potrafiącej wykorzystać wiedzę do wzrostu produktywności, trzecim – podjęcie ryzyka przez przedsiębiorców w celu przełożenia nowatorskich projektów na przedsięwzięcia gospodarcze (i wartość firmy – przyp. Autorów).*”

Wzrost gospodarczy bez inflacji⁶ możliwy jest tylko pod warunkiem wzrostu produktywności i konkurencyjności przedsiębiorstw, a to napędzane jest przez innowacyjność. Przedsiębiorstwa z najlepszą nawet technologią czy znakomitymi biznesplanami nie działają wiele bez pieniędzy, dlatego finansowanie nadal spełnia ogromnie ważną rolę, także w nowej gospodarce.

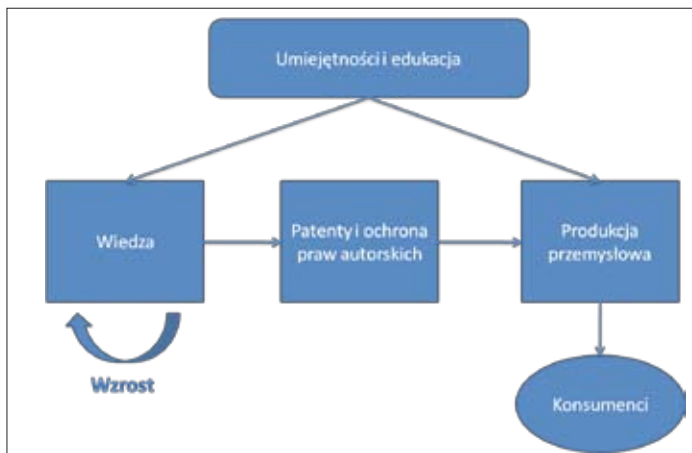
Główną siłą napędową jest rynek finansowy, a nie, jak to ma miejsce w przypadku gospodarki klasycznej – banki. Gdyby nie wysoka wycena innowacji, niemożliwe byłoby sprzedawanie akcji ryzykownych spółek i oczekiwań na wysokie wzrosty, a więc nowoczesna przedsiębiorczość i nowinki techniczne nie przekładałyby się na innowacyjność. Z kolei bez innowacyjności wzrost produktywności byłby wolniejszy, a konkurencja ograniczana. Taka sytuacja umożliwiłaby tradycyjnym firmom podniesienie cen, a w konsekwencji podwyższenie inflacji. W połączeniu z niższym wzrostem i większym bezrobociem mogłoby to doprowadzić do dekoniunktury⁷. Podsumowując, tym, co napędza nową gospodarkę jest przede wszystkim rynek akcji⁸.

Popatrzmy na tradycyjny schemat wzrostu klasycznej gospodarki, co pokazuje rysunek 1.

⁶ W praktyce, przy minimalnej inflacji, gdyż nie zależy ona jedynie od produktywności, poza tym korzystniejsza jest niewielka inflacja, aniżeli deflacja.

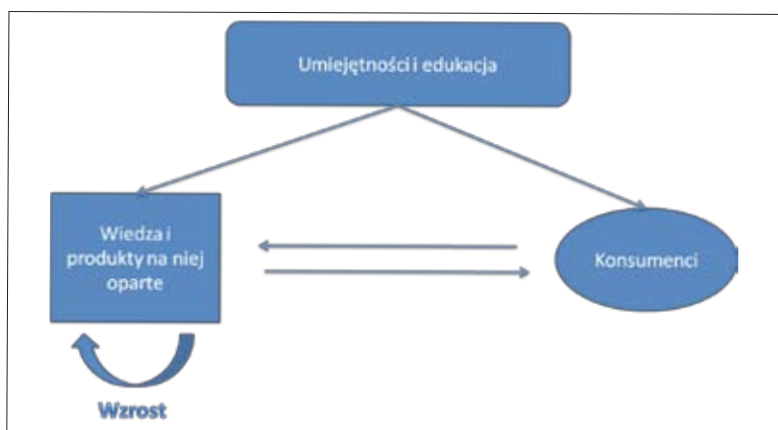
⁷ M. Castells, *Galaktyka Internetu*, REBIS, marzec 2003.

⁸ W Europie dodatkowym źródłem finansowania ryzykownych innowacji dla małych i średnich przedsiębiorstw są fundusze unijne.



Rys. 1. Tradycyjny schemat wzrostu ekonomicznego napędzanego kapitałem ludzkim
 Źródło: <http://econ.lse.ac.uk/~dquah/p/0006ml.pdf> dn. 10.05.2007 r.

E-biznes stanowi nową formę prowadzenia działalności gospodarczej, która zasadniczo różni się sposobem zarządzania od tradycyjnej, co wyjaśnia kolejny rysunek.



Rys. 2. Model wzrostu funkcjonujący w warunkach nowej ekonomii
 Źródło: <http://econ.lse.ac.uk/~dquah/p/0006ml.pdf> dn. 10.05.2007 r.

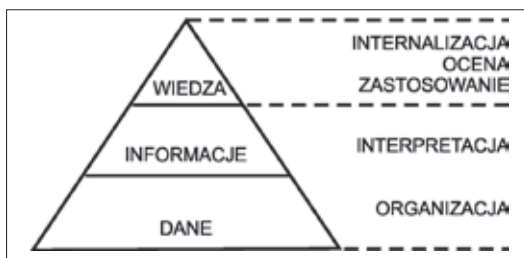
Zarządzanie wiedzą i czynniki wpływające na wartość firmy nowej ekonomii

Skoro podstawą nowej ekonomii jest wiedza, to rozwój i budowa coraz bardziej zaawansowanych i skomplikowanych produktów i usług prowadzi do konieczności gromadzenia i zarządzania wiedzą.

Zarządzanie wiedzą zdefiniować można jako przekształcanie aktywów intelektualnych na wartość przedsiębiorstwa⁹. Tworzenie nowych produktów uzależnione jest od powstania nowej wiedzy. Proces jej pozyskiwania odbywa się z reguły przy użyciu technologii informa-

⁹ Definicja propagowana przez PriceWaterhouseCoopers

tycznych w połączeniu z kreatywnością i innowacyjnością pracowników przedsiębiorstwa. Dotyczy to gromadzenia i przetwarzania danych na poziomie organizacji, które są później interpretowane, podlegają ocenie i internalizacji, przekształcając się w wiedzę, która może być odpowiednio stosowana.



Rys. 3. Piramida zarządzania wirtualnym przedsiębiorstwem: Dane -> Informacje -> Wiedza
 Źródło: <http://www.e-marketing.pl/artyk/artyk34.php>; z dn. 10.05.2007r.

W odróżnieniu od spółek starej gospodarki to nie wielkość aktywów materialnych determinuje wartość przedsiębiorstwa¹⁰, ale elastyczność organizacji i skuteczność działania. Aby firma mogła efektywniej zwiększać swoją wartość, ważne jest zidentyfikowanie czynników, które się do tego przyczyniają, a więc generują dodatkową wartość. Kluczowym elementem jest umiejętność wykreowania silnej marki oraz zbudowania więzi z klientami. W organizacji wirtualnej klient (a najczęściej grupa klientów) może nawet uczestniczyć przy realizacji zadań stając się jej uczestnikami. Częściej mówi się o potrzebach społeczności, dla której organizacje wirtualne powstają. Można postrzegać te społeczności (internetowe) jako swego rodzaju kapitał, który należy uwzględnić, jako mający wpływ na wartość firmy wirtualnej.



Rys. 4. Ewolucja wartości P/BV na rynkach giełdowych Niemiec, Wlk. Brytanii i USA
 Źródło: <http://www.morganstanley.com/im/publications/index.html?page=publications>

Wartość księgową spółki dotcomowej nie ma zwykle wiele wspólnego z jej wartością rynkową. W różnych krajach, w zależności od stopnia rozwoju gospodarki, jak i rynku kapitałowego, stosunek wartości giełdowej do księgowej kształtuje się na różnych pozio-

¹⁰ Ważny jest także sposób ich zorganizowania

mach. Do jego wyznaczenia stosuje się najczęściej wskaźnik P/BV (Price to Book Value). Wskaźnik P/BV odpowiada więc na pytanie ile należy zapłacić za każdą złotówkę wartości księgowej spółki.

Na powyższym wykresie widać, że na rynkach istnieje wyraźna korelacja pomiędzy średnimi wartościami P/BV. Ponadto od 1994 r. widać szybki wzrost tego wskaźnika, co jest związane z rozwojem spółek nowej ekonomii oraz z ich wysokimi wycenami. Najwyższy średni poziom wskaźnika przypada giełdom USA jako pionierowi i liderowi rozwoju nowej gospodarki. Widoczna „górką” symbolizuje bańkę internetową. Należy sądzić, że pomimo kryzysów wzrost średniego wskaźnika P/BV w dłuższym okresie czasu jest nieuchronny.

Dogmatyczny model biznesowy „dotcomu” opierał się na wykorzystaniu efektu sieci i dopuszczał straty finansowe w celu zdobycia jak największego udziału w rynku oraz budowania marki, lojalności i świadomości klientów, co w przyszłości miało zaowocować osiągnięciem zwielokrotnionych zysków. Takiemu podejściu towarzyszyło motto „get big fast”¹¹, które doskonale odzwierciedlało strategię dotcomów. W jaki sposób możliwe było funkcjonowanie dotcomów, skoro nieustannie przynosiły straty? Jest to zasługą venture capital¹², a właściwie nadmiaru kapitału „produkowanemu” w USA. Zaskakujące jest, że nawet fundusze inwestycyjne stosowały beztroskie metody finansowania nowych spółek („spray and pray” approach).

Tabela. 2. Przykładowe wartości wskaźników P/BV spółek zaliczanych do nowej ekonomii w dniu 08.06.2007 r.

Spółka	Wartość wskaźnika P/BV
Internet Group S.A. (IGR)	97,30
Interia.pl (INT)	23,11
MCI Management Consulting Investment S.A.	14,70
NETMEDIA	12,54
ATM GROUP	8,42
Bankier.pl	6,92
TVN	5,87
GADUGADU (gg.pl)	4,92
ABG STER-PROJEKT SABG	2,26
Agora	2,03

Źródło: http://www.money.pl/gielda/porownanie_spolek/

Dla porównania obecnie (dane z 1Q2014) wskaźnik z tabeli 3 dla TVN wynosi 5,16, ale dla Agory (1Q2014) już tylko 0,33. Kondycja tej ostatniej spółki medialnej jest dość słaba, ale spółka ta z pewnością posiada duży potencjał wzrostowy. ATM Group według stanu na 4Q2013 charakteryzuje wskaźnik 1,37. Te dane potwierdzają bardzo duże ryzyko inwestycyjne dotcomów.

¹¹ „Get big fast” – strategia polegająca na jak najszybszym zdobyciu jak największych udziałów w danym rynku lub segmencie;

¹² Venture capital – kapitał inwestycyjny dopuszczający wysoki poziom ryzyka w nadziei na wysokie zyski w przyszłości; najczęściej wykorzystywany do finansowania innowacyjnych projektów związanych z nowoczesnymi technologiami.

Innym rodzajem finansowania było pozyskiwanie środków poprzez emisje pierwotne. Nowość tego rodzaju spółek sprawiała i sprawia nadal ogromne trudności w ich wycenie, a towarzyszący ich działaniu duży entuzjazm rynku spowodował, że indeksy w chwilę po debiucie osiągały kolejne szczyty. Pieniądze inwestorów napełniały konta spółek, a ich założyciele stawali się bogaczami, zwykle jednak w krótkim czasie tylko na papierze.

Najbardziej zdumiewającym zjawiskiem było to, że takiemu, nieprzyzwoicie szybkiemu wydawaniu astronomicznych kwot pieniędzy wciąż towarzyszyły wzrosty giełdowe spółek dotcomowych. To tak jakby wartość firmy mierzona była zdolnością do ich wydawania (burn rate)¹³. Wzrosty wynikały ze sposobu wyceny tych spółek, z powodu braku możliwości zastosowania tradycyjnych metod szacowania wartości, opracowano nowe metody. Opierały się one zazwyczaj na wskaźnikach internetowych, np. ilości klientów, użytkowników, odsłon, kliknięć itp.

Tak powstała teoria: „get big fast”, ale co zrobić, gdy na rynku, a w dodatku w tej samej branży jest kilku graczy posiadających ten sam plan zmonopolizowania sektora¹⁴. Jeśli zwycięzca może być tylko jeden, to co z wartością pozostałych spółek, które przegrają tę walkę. Odpowiedź nie pozostawia żadnych złudzeń, pytanie brzmi jedynie kiedy to nastąpi?

Kłeska dotcomów – historia przypadków

Rynki definiują „bańkę giełdową” jako samonapędzający się szybki wzrost wartości akcji danego sektora czy gałęzi gospodarki. Termin ten może być użyty również retrospektywnie, gdy ceny akcji gwałtownie i znacząco spadną. Bańka powstaje wtedy, gdy spekulanci widząc szybki wzrost wartości akcji decydują się je kupić, kierując się głównie oczekiwaniem dalszych wzrostów, a nie ich niedowartościowaniem. W ten sposób akcje wielu przedsiębiorstw zostają wielokrotnie przewartościowane. Kiedy bańka pęka, ceny akcji raptownie tracą na wartości, a wiele firm bankrutuje.

Spektakularny boom w USA w branży internetowej, rozpoczęty w 1995 r., stanowi może doskonały przykład „bańki spekulacyjnej”, która wybuchła w marcu 2000 r., a następnie w 2001 r. W Europie cykl rozwoju dotcomów był znacznie krótszy i trwał zaledwie osiemnaście miesięcy.

Boom ten rozpoczął się w lipcu 1999 roku pojawieniem się na giełdzie internetowego dostawcy, firmy Freeserve. Wydarzenie to zapoczątkowało falę olbrzymich inwestycji w sektor internetowy. Pogoń za rynkiem amerykańskim odbywała się głównie w obszarze wzrostu cen spółek. Działania firm europejskich były bardzo powierzchowne, polegały zwykle na kopiowaniu biznes planów czołowych firm z indeksu Nasdaq czy zmianie nazwy firmy na „prointernetową” lub też kreowanie się na akceleratorzy spółek technologicznych. Efektem tego był wzrost wartości giełdowej.

¹³ Indeksy notowań reagowały pozytywnie na każdą informację o wzroście dosłownie „jakichkolwiek” wskaźników, na przykład powiększeniu bazy klientów, to, że wydano kilka milionów dolarów na ich pozyskanie nie miało znaczenia;

¹⁴ W praktyce strategia „get big fast” brzmiała „get big fast or get lose”, należało ją rozumieć: jeśli nie uda Ci się zostać liderem rynku to najprawdopodobniej wszystko przegrasz;

Przykładem może być firma „Blakes Clothing” oferująca wcześniej odzież męską. Po przekształceniu się w fundusz kapitałowy spółek nowych technologii, zwiększyła swoją kapitalizację aż osiemnastokrotnie. Oczywiście nie można powiedzieć, że Europejczycy nie mieli własnych pomysłów na tworzenie ciekawych i prosperujących przedsięwzięć internetowych.

Problemem był jednak brak ekspertów technologii IT w Europie, którzy umieliby skutecznie wdrożyć te pomysły, ale kolejną przyczyną niezrealizowania projektów był zbyt wczesny kryzys sektora. Gdy następowało pierwsze „tąpnięcie” indeksu Nasdaq, Europa zaczęła dopiero swoją przygodę z Internetem. Dla amerykańskich dotcomów oznaczało to początek końca. Szczęściarzami okazały się te firmy, które zrealizowały publiczną ofertę akcji jeszcze w trakcie hossy, ale nawet „napełnione” konta w bankach nie dawały gwarancji przetrwania kryzysu.

Spółka Pets.com zajmująca się internetową sprzedażą artykułów dla zwierząt domowych należała do tych „szczęściarzy” i wydawało się, że uda jej się przezwyciężyć trudne czasy. Niestety 7 listopada 2000 r. musiała zawiesić swoją działalność. Spółka Etoys – internetowy sprzedawca zabawek, którego akcje w dniu debiutu wzrosły trzykrotnie, osiągając cenę 86 USD za sztukę, mimo wielu kampanii promocyjnych oraz wyróżnień za stronę i system zamówień, spadły do 9 centów(!) w lutym 2001 r, stając się akcjami śmieciowymi.

Innym przykładem internetowej firmy „dot-bomby”¹⁵ może być WebVan – dostawca artykułów spożywczych. Firma ta to przykład, że czasem nie opłaca się rosnąć zbyt szybko i zbyt wcześnie, gdy rynek konsumentów nie jest na to w pełni gotowy. WebVan wydał miliard dolarów na zbudowanie gigantycznej infrastruktury logistycznej w ośmiu amerykańskich miastach. Niestety nie udało mu się doprowadzić swoich klientów do zakupowego szaleństwa. Podobnym pomysłem był Kozmo.com, sklep internetowy z szeroką gamą produktów, oferujący bezpłatną dostawę zakupów bez względu na rozmiar zamówienia i to w przeciągu jednej godziny. Kozmo cieszył się ogromnym powodzeniem wśród mieszkańców siedmiu dużych miast USA, tylko zbyt późno zauważył, że główna atrakcja, jakim była darmowa dostawa okazała się powodem zguby.

Na szczęście nie wszystkie firmy kojarzone z bańką internetową skończyły tragicznie. Największe, takie jak Amazon.com, Yahoo! czy e-Bay przetrwały, zapewniając sobie perspektywę długotrwałej stabilizacji. Część firm takich jak ViaWeb, GeoCities, HotJobs, Broadcast.com, eGroups, AllBusiness.com została przejęta za astronomiczne kwoty przez inne duże dotcomy jeszcze w czasie trwania boomu, i to ci okazali się prawdziwymi szczęściarzami.

Dlaczego bańka dotcomowa pękła z tak ogromną siłą? Niektórzy analitycy¹⁶ dużo wcześniej dostrzegli oznaki zbliżającego się kryzysu, ale nawet oni nie spodziewali się, że indeksy mogą stracić tak dużo¹⁷. Problem ten należy rozważyć nie tylko w aspekcie bezpośredniego zdarzenia, które spowodowało pęknięcie, ale również w aspekcie czynników, które towarzyszyły jej powstawaniu, a więc przede wszystkim:

¹⁵ Inwestorzy bardzo dowcipnie odnosili się do upadłych dotcomów określając je jako: „dot-bombs” lub „dot-compost”.

¹⁶ Byron Wien, strategiczny planista jednej z amerykańskich firm przewidywał, że większość spółek straci do 50% swojej wartości.

¹⁷ Goldman Sachs Index internetowych spółek giełdowych w przeciągu 2000 r. stracił prawie 80%.

- absurdalne założenia biznesowe, którym brakowało racjonalnej kalkulacji finansowej, a to była raczej realizacja marzeń („dotcom dreams”), a nie biznes,
- błędna strategia „get big fast”, która okazała się nietrafioną dla większości spółek;
- mało skuteczne kampanie reklamowe i marketingowe; wydawanie zbyt dużych środków na reklamę;
- dopuszczenie na giełdę spółek niespełniających tradycyjnych wymagań (3-letniego doświadczenia),
- fałszywe prognozy analityków finansowych i inwestycyjnych i błędne wyceny,
- chciwość inwestorów, związana z nienasyconymi oczekiwaniami na gwałtownie zwyżkujące akcje.

Załamanie rynku, jakkolwiek miało swoje poważne powody, okazało się zbyt destrukcyjne. Konsekwencją, jaką była utrata zaufania inwestorów, niepotrzebnie spowodowała zamknięcie wielu dobrze zapowiadających się firm, większość z nich była małymi graczami i prawdopodobnie przetrwałyby kryzys.

Problemy zarządzania wartością firm nowej ekonomii – wnioski na przyszłość

„Magnaci” starej ekonomii obawiali się nowych spółek, które wyrastały szybko, osiągając w krótkim czasie zawrotne wartości i jednocześnie spychając „stare” na margines zainteresowania inwestorów. Potrzebne były kroki, które podniosłyby atrakcyjność przedsiębiorstw starej ekonomii i pozwoliłyby na ich powrót do łask inwestorów. Firmy, które dostrzegły niebezpieczeństwo ze strony dotcomów zaczęły same inwestować w nowoczesne technologie IT oraz tworzyć elektroniczne kanały sprzedaży. Takie działania miały również inny cel, chodziło o stworzenie barier dla nowych uczestników rynku oraz zapobieżenie utracie rynków.

W Europie wiele firm niemających zbyt wiele wspólnego z nową ekonomią próbowało zmienić sposób, w jaki były postrzegane, kreowały się na spółki technologiczne wykorzystując różne zabiegi „kosmetyczne”. Niech za przykład posłuży America On-line (AOL), ulubiony dotcom amerykańskich inwestorów i pionier usług dostępowych do Internetu typu dial-up. AOL w styczniu 2000 r. nabył Time Warner, największą spółkę medialną na świecie. Nowa nazwa spółki AOL Time Warner została w wyniku kryzysu internetowego powtórnie zmieniona, poprzez usunięcie z jej nazwy AOL.

Przejście to jest o tyle ważne, że stało się symbolem zwrócenia się dotcomów w kierunku spółek starej ekonomii. W pewnym sensie ultimatum przetrwania spółek starej ekonomii. Radykalny optymizm związany z internetowym boorem zniknął, a inwestorzy i analitycy powtórnie odkryli zalety tradycyjnego biznesu. Coś się jednak zmieniło, świadomość potencjału olbrzymich możliwości, jakie niosą ze sobą technologie ICT pozostały w umysłach wielu biznesmenów. Tym samym, paradoksalnie stara gospodarka wkroczyła na nowe tory – transformacji w gospodarkę nowej ekonomii.

Nowa ekonomia wprowadza ogromne zmiany we wszystkich obszarach działalności gospodarczej, głównie za sprawą technologii informatycznych. „Każda z firm, nowa czy

stara, która nie dostrzega nowej technologii internetowej w swoim żywocie biznesowym – dosłownie – jak oddychania, może się w krótkim czasie „udusić”¹⁸.

Modyfikacja sposobu działania firm w zakresie wykorzystania nowych technologii prowadzi do zachowań ukierunkowanych na zwiększanie wydajności i jakości w obszarze produkcji, usług oraz wszelkich innych form jej działalności¹⁹. Zmiany w sposobie zarządzania i wyznaczania wartości firm wychodzą naprzeciw zmianom w rzeczywistej gospodarce. Jakie są to zmiany? Przede wszystkim skupienie uwagi na najnowszej technologii oraz ekonomii opartej na wiedzy lub sterowanej przez nią.

Wszystkie najważniejsze zmiany w obszarze wzrostu gospodarczego i ekonomicznego klasycznej ekonomii dokonały się w ciągu ostatnich dwustu lat. Natomiast to, co się dzieje obecnie i w ciągu ostatniej dekady różni się od tych dwustu lat zasadniczo. Pomimo, że są pewne podobieństwa, istnieją fundamentalne różnice, które spowodowały zmiany na globalnych rynkach. Zrozumienie tych zmian ma istotne znaczenie dla sposobu szacowania wartości firmy oraz oceny efektywności jej zarządzania.

Historical analysis of the virtual firms evolution in the aspect of managing their value

The drivers which build the value of New Economy firms are knowledge and cutting edge technologies, especially informatics and communications technologies.

Whilst the economic effectiveness of the dotcoms was questioned, the existence of a new economy is a fact. Using the innovative methods of production, distribution and management causes big changes, not only in the structures of firms, but in our everyday life too. There is no possibility for material assets domination, now the main value is hidden in nonmaterial (intangible assets) and knowledge is the key for the future of management. This material introduces the study about differences in valuation of virtual and traditional companies. Authors tried to identify the main factors, which are able for creating the market value of the virtual and traditional companies and answer the question of the best valuation method for each of them.

Keywords: enterprise value estimation, book value, market value, classical economics, virtual enterprise

¹⁸ Jack Welch – Prezes General Electric na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w kwietniu 2000

¹⁹ prof. dra hab. J. Kisielnicki i prof. dra hab. Z. Szyjewski: Referat „Przedsiębiorstwo przyszłości w warunkach nowej ekonomii”, źródło: http://www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref13_full.html;