

## Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego

### 1. Wstęp

Jest wysoce zastanawiającym fakt, że wśród przyczyn obecnego kryzysu finansowego wymienia się czynniki makroekonomiczne, instytucjonalne, regulacyjne, a nawet cechy charakteru zarządzających (pazerność, chciwość, egoizm), a same koncepcje zarządzania pozostają poza falą krytyki<sup>1</sup>. Przedsiębiorstwa i postępowanie menedżerów na rynku są głównymi aktorami na konkurencyjnym globalnym rynku. U podłoża zarządzania przedsiębiorstwami tkwią koncepcje, które menedżerowie świadomie akceptują, wdrażają i podejmują według ich wskazań decyzje gospodarcze. Coraz większa liczba udanych sygnałów o sukcesie powodzenia danej koncepcji zarządzania prowadzi do ich upowszechniania w całym środowisku biznesowym. Z czasem stają się swoistą modą, a nawet dogmatem. Do tych dominujących współczesnych koncepcji zarządzania zaliczyć należy niewątpliwie zarządzanie wartością dla akcjonariuszy (*Value Based Management*).

Uznanie koncepcji VBM jako ważnej przyczyny kryzysu finansowego jest jednak wysoce ryzykowne z kilku powodów. VBM tworzy sprawny i kompleksowy system zarządzania wraz ze stosowanym instrumentarium i narzędziami, która nie może być obwiniona za sposób jego wykorzystania. O skuteczności i efektywności wykorzystania koncepcji VBM decydują profesjonalne umiejętności zarządzających, stopień zorganizowania spółek, w tym kultura organizacyjna, infrastruktura informatyczna, a także ogólne warunki gospodarowania (krajowe i światowe). Jak do tej pory brak przekonujących informacji, że spółki które były zarządzane zgodnie z wymogami koncepcji VBM są głównymi ofiarami kryzysu i dominują wśród bankrutujących przedsiębiorstw. Niewątpliwie uznanie, iż koncepcja VBM stała się jedną z determinantów źródeł kryzysu finansowego nie przekreśla współdziałania licznych uwarunkowań funkcjonujących poza spółkami publicznymi.

Dyskomfort podejmowania krytyki VBM wynika także z tego, że moja własna kariera, a także wiele akademickich środowisk naukowych była silnie związana z propagowaniem tej koncepcji<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Zob. *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*. Pod red. J. Szambelańczyka. ZBP Warszawa, marzec 2009; *Kryzys. Przewodnik Krytyki Politycznej*. Wydawnictwo Krytyki Politycznej Wrocław 2000; *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Oficyna Wydawnicza SGH Warszawa 2009. Do pozycji, które formułują podobną tezę zaliczyć należy: T. Dudycz i B. Brycz, *Czy paradygmat wartości przeżywa kryzys w: Zarządzanie finansami. Czas na pieniądź*, pod red. D. Zarzeckiego, Zeszyty Naukowe nr 17, Uniwersytet Szczeciński, 2009, s. 315 - 326.

<sup>2</sup> Np. S. Kasiewicz, *Budowanie wartości firmy w sferze operacyjnej*. Oficyna Wydawnicza SGH. Warszawa 2005.

## 1. VBM jako koncepcja czytelnego dialogu inwestorów ze spółkami publicznymi

Jedną z największych słabości funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw do końca lat 80. XX wieku na rynku był niedostateczny system komunikacji między inwestorami a zarządami oraz między właścicielami firm a zarządzającymi.

Słabość systemu komunikacji między inwestorami a firmami polegała na tym, że firmy wskazywały na trudności w pozyskaniu niezbędnego kapitału, gdyż inwestorzy nie dysponowali przekonującymi i wiarygodnymi informacjami o tym, aby efektywnie alokować posiadane kapitały w tych firmach, które rokowały największy potencjał wzrostowy i szanse odniesienia sukcesu na konkurencyjnym rynku. Zatem niewiedza o przyszłych planach firm, efektach ich zarządzania wpływała na brak zaufania inwestorów i ograniczała rozwój przedsiębiorstw oraz obniżała efektywną alokację kapitałów w gospodarce.

Jednocześnie istniał trwały, strukturalny konflikt między oczekiwaniami właścicieli co do przyszłych efektów finansowo – ekonomicznych a faktycznymi działaniami i wynikami zarządów firm (problem agencji).

Z chwilą opublikowania prac A. Rappaporta zaczęła się konstituować koncepcja zarządzania ukierunkowana na wzrost wartości rynkowej dla akcjonariuszy (*Value Based Management* - VBM), która miała całkowicie wyeliminować te konflikty albo w znaczącym stopniu je zredukować<sup>3</sup>.

Koncepcja ta została niemal entuzjastycznie przyjęta i była dynamicznie rozwijana przez teoretyków finansów, dyscypliny nauk o zarządzaniu, środowisko konsultantów, a także co jest najważniejsze akceptowały ją w coraz większym stopniu czołowe firmy światowe i krajowe<sup>4</sup> (2).

Fazy i punkty krytyczne rozwoju koncepcji VBM nie są jednolicie definiowane w literaturze przedmiotu. W portalu poświęconym VBM wyróżnia się trzy etapy: faza ukryta obejmująca lata 1800 – 1890; faza właściwa obejmująca lata 1890 -2000 oraz faza holistyczna trwająca od 2000 roku. W pracy zbiorowej *Value Based Management* za kamienie milowe zarządzania wartością przedsiębiorstw uznaje się wyniki następujących prac<sup>5</sup>:

- A. Marshall (1890): teoria dochodu rezydualnego
- M.H. Miller, F. Modigliani (1961): poszukiwanie optymalnej struktury kapitału; polityka dywidendy i wycena akcji spółek
- W. Sharp (1964): model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM)
- F. Black, M. Scholes (1973): szacowanie wartości opcji finansowych
- M. Jensen, M. Meckling (1975): teoria przedstawicielstwa (*agency theory*)
- T. Copeland, T. Koller, J. Murrin (1990): wycena i zarządzanie wartością spółek
- G.B. III Stewart (1991): koncepcja rynkowej i ekonomicznej wartości dodanej (MVA, EVA) jako mierników wartości
- R. S. Kaplan, D.P. Norton (1992): strategiczna karta wyników (BSC) jako sposób budowy strategii spółki

---

<sup>3</sup> A. Rappaport, *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*. The Free Press, New York 1986.

<sup>44</sup> *Value Based Management koncepcje, narzędzia, przykłady*. Praca zb. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz. Deloitte, Poltext Warszawa 2008; G. Athanassakos, *Value based management, EVA and stock price performance in Canada*, „Management Decisions” 2007, Vol. 45, No 9; T. Morisawa, H. Kurosaki, *The Current State of Value Base Management in Japan and the Road Map for Success*, Nomura Research Institute October 15, 2002, No 56; S. Cooper, D. Crowther, *The adoption of Value Based Management in large UK companies: A case for diffusion theory*, „Journal of Applied Accounting Research” 2008, Vol. 9, No 3.

<sup>5</sup> *Value Based Management...op.cit.*, s. 24.

- L. Edvisson, M.S. Malone (1997): kapitał intelektualny jako główne źródło wartości przedsiębiorstwa.

Obok tych przełomowych prac publikowane były liczne artykuły, książki, monografie, i raporty, które rozwijały, pogłębiały i modyfikowały koncepcję VBM oraz tworzyły lepsze warunki do ich wdrożenia w praktyce gospodarczej.

Firmy, które zdecydowały się na wdrożenie koncepcji zarządzania ukierunkowanego na wzrost wartości dla akcjonariuszy zostały zobligowane do przestrzegania wielu zasad. Wymagały one zmiany postaw, dużego zaangażowania i nieustannej determinacji zarządów spółek publicznych.

## **Zasady VBM**

### Zasada 1.

Stale dąż do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

### Zasada 2.

Wykorzystaj w jak najszerszym zakresie nowe mierniki odzwierciedlające w jakim stopniu spółka publiczna dąży do powiększania wartości dla akcjonariuszy (np. EVA, MVA, TSR).

### Zasada 3.

Uwzględniaj w podejmowanych decyzjach biznesowych, pomijany do tej pory, koszt kapitału własnego.

### Zasada 4.

Skoncentruj się na działaniach, które łączą się z korzyściami osiąganymi w obszarze zarządzania przyszłymi przepływami pieniężnymi i z wykorzystaniem techniki dyskontowania przepływów pieniężnych (DCF) we wszelkich decyzjach rozwojowych (jak najlepiej zarządzaj gotówkę).

### Zasada 5.

Opracuj, wdrażaj, kontroluj i weryfikuj strategię spółki publicznej za pomocą mierników wartości dodanej dla akcjonariuszy.

### Zasada 6.

Zbuduj system komunikacji z inwestorami w których informacje z rynku kapitałowego będą kluczowe dla obiektywizacji wyników zarządzania poprzez: system miesięcznego i kwartalnego raportowania, sporządzanie raportów rocznych, organizację spotkań z inwestorami, udzielane wywiady czy uczestnictwo w rankingach.

### Zasada 7.

Skonstruuj system motywacji dla kadry menedżerskiej i pracowników spółki ściśle powiązany ze strategicznymi celami i miernikami, który stymuluje wzrost wartości zarządzanej spółki publicznej.

### Zasada 8.

Stwórz architekturę organizacyjną i informacyjną wspomagającą zarządzanie zorientowane na wzrost wartości dla akcjonariuszy.

### Zasada 9.

Zidentyfikuj i uruchom działanie dźwigni wartości dla akcjonariuszy zarządzanej spółki.

## Zasada 10

Zidentyfikuj i zarządzaj procesami biznesowymi, które są najważniejszymi nośnikami wzrostu wartości spółki.

W odniesieniu do tradycyjnych koncepcji zarządzania, koncepcja VBM bazuje zatem na długookresowej strategii transformowanej i opisanej w formie nowych rekomendowanych mierników, które wykorzystują informacje prognostyczne, przepływy pieniężne, odzwierciedlają rynkowy koszt kapitału obcego i własnego oraz zawierają wmontowany system motywacyjny stymulujący zarząd do wyboru decyzji z perspektywy wzrostu wartości rynkowej spółki (różnych generatorów - dźwigni wzrostu).

Koncepcja VBM opiera się na kilku kluczowych założeniach, które warto w tym miejscu wyeksponować. Do nich zalicza się:

- punktem wyjścia całego procesu zarządzania jest dążenie do maksymalnej satysfakcji wymagań i oczekiwań właścicieli spółki publicznej (wymagania i oczekiwania muszą być zatem określone, jednoznacznie zidentyfikowane i transformowane na informacje rynku kapitałowego - ceny akcji, dywidendy)
- strategia korporacyjna jest narzędziem realizacji wymagań i oczekiwań właścicieli (pozostaje do rozstrzygnięcia czy w proporcjonalny sposób, czy też uzna się priorytet tylko dla kluczowych właścicieli)
- strategia daje się opisać za pomocą odpowiednich mierników finansowych i pozafinansowych oraz zdekomponować na kluczowe procesy (proces kaskadowania priorytetów, decyzji, odpowiedzialności)
- potrafi się ustalić niezbędne umiejętności dla realizacji kluczowych procesów.

Dla powodzenia koncepcji zarządzania wartością miały istotny wpływ deklarowane i weryfikowane korzyści, jakie mogą uzyskać spółki. Korzyści, jakie oczekiwano z wdrożenia VBM były motorem zainteresowania ogromnej liczby spółek publicznych, bo który z członków zarządu i rady nadzorczej spółki mógł przejść obojętnie wobec listy tak rozbudowanych korzyści jakie miało zapewnić wdrożenie systemu VBM<sup>6</sup>:

- umożliwia nieustanne kreowanie wartości
- zwiększa transparentność spółki
- ułatwia działanie na globalnym, zderegulowanym i zliberalizowanym rynku kapitałowym
- łączy interesy właścicieli z interesami menedżerów
- ułatwia komunikację z inwestorami, analitykami i innymi interesariuszami
- doskonali system wewnętrznej komunikacji w obszarze strategii
- przeciwdziała niedowartościowaniu wartości akcji spółki
- ustala czytelnie priorytety zarządzania
- tworzy dogodny warunki podejmowania decyzji
- równoważy decyzje w horyzoncie krótko, średnim i w długim okresie
- stymuluje podejmowanie inwestycji generujących wartość dla spółki
- przyczynia się do poprawy alokacji zasobów
- ułatwia proces planowania i budżetowania
- ustala skuteczne cele w sferze wynagrodzeń
- ułatwia wykorzystanie rynku kapitałowego dla przeprowadzania fuzji i przejęć
- przeciwdziała przejęciom

---

<sup>6</sup> Why Value Based Management? Benefits, [www. Value Based Management.net](http://www.ValueBasedManagement.net)

- pomaga zarządzać spółką w warunkach niepewności i ryzyka.

Syntetyczne, ale dość jednostronne uzasadnienie przemawiające za upowszechnianiem koncepcji zarządzania VBM na poziomie przedsiębiorstw dokonał m.in. Thomas E. Copeland<sup>7</sup>. W pierwszym rzędzie akcentuje fakty empiryczne, które według niego wskazują na to, że wartość dla akcjonariuszy nie jest w konflikcie z długookresowymi interesami innych interesariuszy. Uznaje trzy najważniejsze argumenty skłaniające do wyboru VBM jako skutecznej koncepcji zarządzania<sup>8</sup>:

- 1) Wartość dla akcjonariuszy mierzona w formie zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest najlepszym miernikiem, jaki jest znany
- 2) Akcjonariusze są jedynymi interesariuszami spółki, którzy maksymalizują własne wymagania zdolni są do jednoczesnego maksymalizowania wymagań każdego z pozostałych interesariuszy<sup>9</sup>
- 3) Spółki, które zawodzą w realizacji oczekiwań akcjonariuszy spotyka to, że kapitał ucieka od nich do konkurentów (zmniejszają się ich szanse rozwoju).

Koncepcja zarządzania wartością stworzyła całkowicie nową jakość dla realizacji celów inwestorów i rozwoju rynku kapitałowego. Źródłem wartości dla akcjonariuszy spółek publicznych staje się wzrost wartości akcji i wypłaty dywidend. Informacje te uzyskuje się wprost z rynku kapitałowego i systemu raportowania spółek. Zatem indywidualni i instytucjonalni inwestorzy przykładają większą wagę do informacji o przyszłości czyli zamierzeń rozwojowych spółki niż wskazujących na ich dotychczasowe osiągnięte rezultaty finansowo-ekonomiczne. Koncentrują się także na analizie opinii analityków finansowych, którzy ewaluacji spółki dokonują na tle całego rynku, branży i bezpośrednich działań konkurentów. Zarządy są więc pod nieustanną presją wyników rynku kapitałowego i często rozbieżnych ocen analityków.

## 2. Słabości koncepcji zarządzania VBM w warunkach kryzysu finansowego

Byłoby jawnym nadużyciem stwierdzenie, że koncepcja VBM była prezentowana tylko jako skuteczne i efektywne narzędzie pozbawione wad. Wystarczy w tym celu odwołać się do kilku wybranych źródeł. Dostrzega je nawet specjalistyczny portal poświęcony upowszechnianiu tej koncepcji<sup>10</sup>.

Do głównych zarzutów formułowanych w stosunku do koncepcji VBM zalicza on bowiem:

- VBM wymaga zmiany kultury organizacyjnej
- pozornie strategia spółki i zarządzanie VBM mają identyczne znaczenie, ale w praktyce tak nie jest
- pomiar wartości, zrównoważona karta wyników i zarządzanie wartością (*performance management*) są ważnymi i skutecznymi narzędziami, ale ze względu na ich skomplikowanie nie jest rozsądnym wyjściem pogłębianie szczegółowości mierników
- z największą ostrożnością należy podchodzić do pomiaru tych czynników, które mogą powodować niszczenie wartości dla akcjonariuszy

<sup>7</sup> Thomas E. Copeland, *Why value value*, „The McKinsey Quarterly” 1994 No 4.

<sup>8</sup> Op.cit., s. 103, 104.

<sup>9</sup> Jeśli cele interesariuszy są rozbieżne lub ograniczeniami, to formalnie nie jest możliwe jednoczesne maksymalizowanie akcjonariuszy i pozostałych interesariuszy.

<sup>10</sup> *Disadvantages of VBM* (VBM.net)

- VBM wymaga silnego, zdecydowanego i czytelnego wsparcia ze strony zarządu spółki
- kompleksowe szkolenie i korzystanie z usług konsultingowych jest konieczne, ale kosztowne
- nie istnieje idealny model wyceny i doskonałe zarządzanie według VBM zawsze pojawiają się słabości i problemy.

Wymienione powyżej słabości VBM mogłyby dotyczyć dowolnej koncepcji zarządzania i mają wydzźwięk metodyczny. Daleko im jednak do stwierdzenia, że koncepcja VBM może być istotną determinantą aktualnego kryzysu finansowego.

Podobny charakter słabości formułuje względem koncepcji VBM - Królewski Instytut Rachunkowości Menedżerskiej (CIMA), gdyż zalicza do nich<sup>11</sup>:

- różne formy i metody VBM komplikują wdrożenie
- relatywne rozczarowanie z wykorzystania VBM występuje na poziomie jednostek biznesowych ze względu na trudności prognozowaniu wartości
- koszty menedżerskie wdrożenia VBM
- komplikacje związane z zastosowaniem mierników VBM są jej ograniczeniem
- trudności w transformacji wskaźników finansowych na operacyjne wskaźniki klienta
- praktyczne trudności pomiaru takich kategorii jak koszt kapitału.

Słabości VBM są także dostrzegane w procesie zarządzania. I tak R.J. Bannister, Jr i Ravin Jesuthasan dostrzegają następujące problemy z wdrożeniem tej koncepcji do praktyki zarządzania<sup>12</sup>:

- nadmierna koncentracja na finansowych miernikach powoduje, że niedostateczne są czynione wysiłki w kierunku połączenia mierników ze sposobem w jakim działa spółka
- niepowodzenie w jasnym artykułowaniu bezpośrednich działań pracowników i menedżerów średniego szczebla. Jeśli nie rozumie się reguł jak kreuje się wartość w codziennej pracy, to przyjęte mierniki VBM nie zmieniają zachowań tych grup, ani też nie poprawią rezultatów funkcjonowania spółki
- niejasne związki VBM z miernikami klienta i pracownika. Niewiadomo jest na ile poprawa satysfakcji klienta wpływa na wzrost finansowych mierników takich jak: ekonomiczna wartość dodana. Często krótkookresowa koncentracja na kosztach „niefinansowych obszarów” niszczy długoterminową wartość spółki
- słabość integracji VBM z innymi procesami zarządzania na skutek braku pozafinansowych informacji.

Poważne zastrzeżenia do koncepcji VBM formułuje Eric Olsen, który rozważa na ile koncepcja VBM spełnia obietnice jako narzędzie wykorzystywane przez inwestorów i zarządzających spółkami<sup>13</sup>. Identyfikuje i omawia następujące słabości<sup>14</sup>:

a) Niekompletne powiązania z realiami rynku kapitałowego

Wskazuje on na dwa zasadnicze aspekty słabości VBM. Pierwszym jest to, że powstaje luka między wartością wewnętrzną czy fundamentalną spółki (*intrinsic value*) a jej wartością

<sup>11</sup> D. Starovic, S. Cooper, M. Davis, *Maximising Shareholder Value. Achieving clarity in decision-making*. Technical Report CIMA, London, 2004, s. 22

<sup>12</sup> R.J. Bannister Jr, R. Jesuthasan, *Finding Your Company's Path to Prosperity*, „Handbook of Business Strategy”, 2000, Vol. 1., No 1, s. 287.

<sup>13</sup> E. Olsen, *Rethinking Value - Based Management*, „Handbook of Business Strategy”, 2003, Vol. 4, No 1.

<sup>14</sup> E. Olsen, *Rethinking Value - Based Management*, op.cit., s. 287.

rynkową określaną na giełdzie. Drugim aspektem jest to, że zarządzający niedoceniają znaczenia informacji o poziomie efektywności rynku kapitałowego. Brak rozpoznania stopnia nieefektywności rynku kapitałowego sprawia, że spółki „potykają” się na tym, że powstają rozbieżności między jej wartością wewnętrzną a wartością rynkową.

b) Niekompletne powiązania spółki z jej kulturą organizacyjną

Siła koncepcji VBM polega na harmonizacji wielu narzędzi w obszarze planowania, budżetowania, ustalania celów, budowania systemów motywacyjnych. Kultura organizacyjna spółki może sprzyjać wdrożeniu tych narzędzi w sposób bezkolizyjny, ale z reguły te narzędzia wymagają przeprowadzenia „gry zarządczej”, negocjacji, akceptowania mniej efektywnych rozwiązań. Konflikt interesów wewnątrz spółki sprawia, że cynizm i frustracja występuje po obu stronach (pracownicy, zarządzający), co przeszkadza w osiągnięciu długookresowych celów spółki.

c) Niekompletny proces zarządzania systemem wartości spółki.

Tradycyjne podejście do VBM koncentruje się na wdrożeniu zasad i generatorów (nośników) wartości, co stanowi tylko podsystem zarządzania, natomiast pomija się kwestie strategiczne, kultury organizacyjnej i społeczny kontekst zarządzania. Jeśli dodać do tego rynek kapitałowy, to słabości VBM stają się bardziej odczuwalne. Zdaniem Olsena strategia spółki i operacyjne priorytety powinny łączyć się i wpływać na wskaźnik cena/zysk (P/E) oraz uwzględniać typy inwestorów, a także cały system stymulowania, mierników i priorytetów zarządczych.

**Rysunek 1. Struktura tworzenia wartości**



RTSR - Względny całkowity zwrot dla akcjonariuszy

Źródło: E. Olsen, *Rethinking Value – Based Management*, „Handbook of Business Strategy” 2003, Vol. 4, No 1, s. 289.

Przedstawione mankamenty VBM jako koncepcji zarządzania nie mogły samoistnie generować i stymulować obecnego kryzysu finansowego, ale kontekst w jakim spółki

publiczne i pozostałe firmy działały stworzyły systemowy mechanizm generowania nierównowagi na rynku i powstawanie coraz większej luki między sferą realną a finansową. Na ten kontekst wpłynęły czynniki ogólne i atrybuty koncepcji VBM.

#### Czynniki ogólne

Na dynamiczny rozwój koncepcji VBM, a także jako istotne źródło kryzysu wpłynęła siła ekonomiczna globalnych spółek i globalny model konkurencji. Siła ekonomiczna wyrażająca się przychodami rocznymi w skali powyżej 1 mld USD pozwalała na wywieranie silnej presji na regulacje dotyczące rynku krajowego (układ podatkowy, w tym niższe stawki podatku kapitałowego, dochodowego zwolnienia z podatków, regulacje dotyczące rynku pracy, transfer dochodów, kapitału) a także silniejsze wykorzystanie słabości instytucjonalnych w układzie międzynarodowym i światowym („renta regulacyjna”, arbitraż regulacyjny). Linia postępowania na rynku krajowym była dość łatwa bowiem polegała na uświadomieniu politykom bezpośredniego związku, że zaniechanie postulowanych rozwiązań spowoduje, iż przeniosą swój potencjał produkcyjno – usługowy poza kraj siedziby spółki. W konsekwencji takich decyzji zaczną się problemy gospodarcze, społeczne i polityczne w układzie lokalnym oraz krajowym. Zrozumiało, że spółki globalne nie musiały uczestniczyć w bezpośrednich kontaktach z władzą polityczną dla wywierania presji na układ regulacji krajowych.

Jeszcze w większym zakresie następowało wykorzystanie premii regulacyjnej w układzie międzynarodowym i światowym. W warunkach, gdy kapitał jest wyjątkowo rzadkim dobrem jego pozyskanie staje się coraz bardziej kosztowne dla krajów starających się o przychyłność wierzycieli zagranicznych. Wystarczy zanalizować system regulacji ukierunkowanych na wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI) w krajach *emerging markets*.

Konkurencja globalna z kolei umożliwiała dostęp do coraz większej liczby nowych rynków, pozyskanie z rynku światowego najbardziej produktywnych czynników produkcji i wykorzystanie premii z tytułu zarządzania w układzie globalnym.

Czynnikiem, który sprzyjał rozwojowi VBM były ciągłe i wieloaspektowe zmiany w systemie sprawozdawczości, a zwłaszcza w zasadach prowadzenia rachunkowości. Czy nie jest zastanawiające, że pozycje które bezpośrednio związane były z kryzysem finansowym, znajdowały się w ewidencji pozabilansowej (np. operacje dotyczące produktów strukturalnych). Według M. Iwanicz-Drozdowskiej i W. Konata w polskim systemie bankowym operacje pozabilansowe stopniowo zyskiwały na znaczeniu, bo ile na koniec 1997r. stanowiły 43,9% w relacji do aktywów i 507,7% w relacji do funduszy własnych podstawowych i uzupełniających, to w listopadzie 1999r. przekroczyły one wartość aktywów, a na koniec 2001r. wyniosły 229,1% i 2845,7% funduszy własnych podstawowych i uzupełniających. Istotne jest to, że głównymi składnikami zobowiązań pozabilansowych była wartość operacji instrumentami finansowymi i operacjami papierami wartościowymi, a zobowiązania pozabilansowe udzielone, generują podobne ryzyko kredytowe jak portfel kredytowy<sup>15</sup>.

Reasumując potencjał rozwojowy spółek publicznych jaki uruchomiła globalizacja, liberalizacja i deregulacja rynków nie napotykała systemowych mechanizmów niwelowania rysujących się z tego tytułu bezpośrednich i przyszłych zagrożeń. Układ nadzoru instytucjonalnego nad tymi spółkami miał charakter z reguły narodowy, nieuwzględniający cech nowego porządku gospodarczego (słaba znajomość zagrożeń, egoistyczne postawy interesariuszy, brak silnych motywacji regulatorów do dokonania radykalnych zmian, nieprzygotowanie merytoryczne do uporania się z ukrytymi problemami<sup>16</sup>).

---

<sup>15</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, W. Konat, *Analiza pozycji pozabilansowych sektora banków komercyjnych w latach 1998 – 2001*, „Bezpieczny Bank” 2002 nr 2/3, s. 139 -142.

<sup>16</sup> L. Pawłowicz, *Dylematy integracji rynku finansowego w Unii Europejskiej w świetle stabilności systemu*, [w:] Biała Księga 2004, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Gdańsk-Warszawa, maj 2004; L. Pawłowicz, *Wyzwania*

### VBM jest koncepcją mikroekonomiczną z nadmiernym priorytetem dla celów właścicieli

Właściciele formułują dla spółek publicznych cele długoterminowe, ale nadwrażliwie reagują na wyniki krótkookresowe dokonując częstych zmian w zarządach spółek. Jeśli spojrzeć na te procesy, które decydują o konkurencyjności (*core processes*) np. relacje z klientami, relacje z dostawcami, wdrażanie nowych produktów, realizacje zamówień, to ich budowanie trwa latami i na początku dominują nakłady inwestycyjne i koszty nad kreowanymi dochodami. W związku z tym zarządy preferują te decyzje i rozwiązania które generują uzyskanie dochodów i wzrost wartości w krótkim okresie (nie przekraczającym długość kontraktów na zarządzanie), a nie uwzględniają dostatecznie efektów ryzyka tych decyzji, które ujawnią się w przyszłych latach. Zjawisko to znajduje wyraz m.in. w przejęciach i fuzjach, które są powszechnie instrumentem zwiększenia wartości dla akcjonariuszy, ale również okazują się nazbyt często decyzjami nieefektywnymi z chwilą ich całkowitej realizacji. Przesłanki podejmowania tych decyzji bazują zwykle na dość jednostronnych analizach zarządu i licznych firm (doradczych, konsultingowych) uczestniczących przy przygotowaniu fuzji i przejęć. Wynika to z prostego mechanizmu, że każdy realizator konkretnego zadania musi brać pod uwagę intencje zamawiających, którzy regulują płatności za ich wykonanie. Po co więc ryzykować, jeśli skutki tych decyzji w pierwszym rzędzie poniosą inni uczestnicy procesu budowania wartości spółki publicznej. Jednocześnie zwraca uwagę systemowa kolizyjność współpracy na linii spółki publiczne a duże firmy konsultingowe, w której może dochodzić do kolizji między wynikami pracy poszczególnych zespołów czy jednostek organizacyjnych firmy konsultingowej (np. wstępna ocena opłacalności dokonana przez zespół analityków wykazuje nieopłacalność przedsięwzięcia, a jednocześnie inny zespół tej samej firmy konsultingowej przygotowuje projekt emisji). W takiej sytuacji zwykle wygrają większe korzyści, jakie może uzyskać firma konsultingowa z porównania kolizyjnych opinii.

### VBM jest koncepcją mikroekonomiczną z osłabionym hamulcem bankructwa

Prof. Leszek Pawłowicz często cytuje względem banków, że „współcześnie są zbyt duże aby upaść i zbyt duże aby można było jej uratować”. Moim zdaniem nie odnosi się to tylko do banków czy innych instytucji finansowych, ale także do spółek publicznych działających w innych branżach (np. wielka trójka amerykańskich producentów samochodów: GM, Ford i Chrysler). Współczynnik lewarowania dla wielu banków przekracza poziom 50, stąd poziom zabezpieczenia przed bankructwem jest wyjątkowo niski, a jeśli już dojdzie do upadłości to masa upadłościowa jest znikoma w stosunku do wymaganych roszczeń wierzycieli. W tych warunkach koszty upadłości są przerzucane na całe społeczeństwo, które nie jest przygotowane na ponoszenie takich prezentów.

Zjawisko to obrazuje krzywa Modigliani-Millera, która przedstawia zależność między współczynnikiem lewarowania a zagrożeniem spółki bankructwem. Problem jest w tym, że udział zobowiązań do kapitału własnego jest odnoszony do części tylko zobowiązań bilansowych (długu), a nie całości zobowiązań. W rezultacie poziom zagrożenia bankructwem banków znacznie odbiega od zalecanego poziomu 40%. Jeśli w warunkach funkcjonowania rozbudowanego i wyspecjalizowanego nadzoru w sektorze finansowym dochodzi do takich sytuacji, to cóż można powiedzieć o globalnych spółkach publicznych, które są działają bez takiego rygorystycznego systemu w układzie krajowym i międzynarodowym.

---

*dla polityki stabilności płynące z mechanizmu współczesnego kryzysu finansowego*, w: Współczesne Finanse. Stan i perspektywy rozwoju bankowości, red. naukowa Leszek Dziawgo, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008, s.77-90.

### VBM jest z koncepcją mikroekonomiczną z osłabionymi ograniczeniami wewnętrznymi

W dużym uproszczeniu zarządy spółek publicznych uznają koncepcję VBM jako proces poszukiwania ekstremum warunkowego funkcji celu. Maksymalizuje się wartość spółki dla akcjonariuszy przy istnieniu wielu ograniczeń. Te ograniczenia są wyjątkowo liczne, ale ich odczuwalność i wpływ na rezultaty finansowo-ekonomiczne nie są jednakowe. Zarządy spółek publicznych mają możliwości podejmowania decyzji, które reagują na te ograniczenia selektywnie, ale konfrontują je z wpływem na wzrost wartości spółek. Na przykład presja poprawy ochrony środowiska spowodowała, że supermarkety i hipermarkety dobrowolnie wprowadziły zakaz używania darmowych opakowań foliowych dla klientów, ale w ich miejsce klienci mogli nabyć opakowania już płatne, za to mniej szkodliwe dla środowiska. W rezultacie poprawa ochrony środowiska, która miała się dokonać kosztem spółek, stała się intratnym źródłem ich dochodów i jednocześnie poprawiła się ich reputacja jako organizacji wrażliwych na współczesne wyzwania.

W dużym stopniu ograniczenia w rozwoju spółek publicznych mają charakter lokalny lub krajowy, ale nie są one właściwie identyfikowane i interpretowane ze względu na to, że ośrodki decyzyjne są scentralizowane w centralach spółek matek, a nie w filiach czy oddziałach zależnych. System komunikacji i zakres odpowiedzialności decyduje o tym, że wrażliwość na skalę tych ograniczeń jest nieodpowiedni. Na przykład rozwój spółek zależnych jest uwarunkowany dopływem kwalifikowanych kadr pracowników i rozwojem infrastruktury lokalnej, ale zarządy spółek matek mogą się nie poczuwać do jakiegokolwiek odpowiedzialności do wspierania działań w tym obszarze, a z kolei lokalne zarządy nie mają takich uprawnień.

### VBM jest z koncepcją mikroekonomiczną z agresywnym systemem motywacyjnym dla zarządów

Pakiet wynagrodzeniowy dla zarządów spółek publicznych akceptujących koncepcję VBM jest nadmiernie rozbudowany, z iluzją iż efekty wzrostu wartości zostają osiągnięte rzetelnie, uczciwie i przy respektowaniu racjonalnych przesłanek sprawiedliwości.

**Tabela 1.** Struktura wynagrodzeń CEO w Wielkiej Brytanii i w USA w 1997r.

Nazwa	Całkowite wynagrodzenie w tys. £			Struktura wynagrodzeń w %				
	Próba	Średnia	Mediana	Płace podstawowe	Roczne premie	Grant	LTIP	Pozostałe
<b>Wielka Brytania</b>								
Ogółem firmy	510	589	414	59	18	10	9	5
<b>Wg sprzedaży w mln £</b>								
Mniej niż 200	152	452	287	64	17	10	4	5
200 - 500	119	403	335	61	19	8	6	6
500 - 1500	116	601	507	54	20	10	12	4
Powyżej 1500	123	927	811	55	16	10	15	4
<b>Firmy wg branż</b>								
Górnictwo/przemysł	217	564	436	59	17	9	9	5
Usługi finansowe	84	559	411	60	22	6	7	4
Utilities	19	448	382	58	15	6	14	8
Pozostałe	190	645	397	58	17	11	8	5
<b>USA</b>								
Ogółem firmy	1666	3565	1508	29	17	42	4	8

<b>Wg sprzedaży w mln £</b>								
Mniej niż 200	339	1166	686	38	14	43	1	4
200 – 500	379	1833	926	36	18	36	3	7
500 – 1500	458	3038	1604	28	18	40	5	9
Powyżej 1500	490	7056	3552	20	17	48	5	10
<b>Firmy wg branż</b>								
Górnictwo/przemysł	842	3388	1540	28	17	43	3	8
Usługi finansowe	198	6277	2787	19	20	47	5	8
Utilities	120	1333	707	43	15	23	6	13
Pozostałe	506	3326	1438	32	16	43	3	6

Martin J.Canyon, Kevin J. Murphy, *The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom*, „Economic Journal” November 2000, F640–71.

Z tabeli 1 wynika, że pakiet wynagrodzeń menedżerów zaliczanych do najwyższej pozycji (CEO) składa się z wielu składników takich jak: płaca podstawowa, roczne premie, opcje na akcje i inne składniki wynagrodzeń. Udział płac podstawowych w pakiecie wynagrodzeń stanowi średnio ok. 60% w Wielkiej Brytanii, ale ok.30% w USA. Występują istotne różnicowanie struktury wynagrodzeń w układzie branżowym i w przekroju wielkości sprzedaży. Firmy duże, które z reguły są spółkami publicznymi mają udział płac w ogólnych wynagrodzeniach niższy niż pozostałe firmy. Stąd zrozumiałe i racjonalne stają się dążenia menedżerów do tych działań, które decydują o 80% wartości pakietu ich wynagrodzeń.

Zbliżone wyniki do opisywanego wyżej badania wynagrodzeń dla dyrektorów 865 spółek publicznych przedstawiają V. Chhaochharia i V. Grinstein. Według ich obliczeń całkowite wynagrodzenie dyrektorów wyniosły w 2000 r. – 7,4 mln USD, w tym płace podstawowe ok. 700 tys. USD<sup>17</sup>.

Praktyka pokazuje, że nie ma żadnych hamulców w osiągnięciu horrendalnych korzyści, które są niewspółmierne do rzeczywistych działań i wysiłków zarządów<sup>18</sup>. Nie funkcjonują ani żadne normy prawne, etyczne, ani ostrożność zdrowo rozsądkowa. Dobitnie to pokazują zachowania licznych spółek w warunkach kryzysu finansowego, gdy z jednej strony te same zarządy wykazują nadzwyczajną mobilizację i umiejętność w pozyskaniu pomocy od rządu dla wyjścia ze strefy bankructwa, a drugiej strony wypłacają sobie nieproporcjonalnie wysokie premie za efekty zarządzania.

### VBM jest koncepcją z nieukształtowaną strukturą zintegrowanego zarządzania ryzykiem

W Polsce sektor bankowy jest powszechnie uznawany za wyróżniający sektor pod względem efektywności, zarządzania ryzykiem i wysokiego udziału na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Dlatego jest swego rodzaju paradoksem, że krajowy sektor bankowy po wieloletnich przygotowaniach rozpoczął w 2008 r. wdrażanie nowych zasad zarządzania ryzykiem określanych jako „Nowa umowa kapitałowa” stał się świadkiem wybuchu kryzysu finansowego. Zjawisko to można interpretować jako spóźniona reakcja systemu regulacji, ale dla postronnych obserwatorów jest to niemal kompletna klęska systemu zarządzania ryzykiem.

Gorsza jest sytuacja w pozafinansowym sektorze przedsiębiorstw, które są dopiero na początku uświadamiania i wdrażania systemowego zarządzania ryzykiem (identyfikacja ryzyka, metody pomiaru, instrumenty przeciwdziałania, tworzenia struktury organizacyjnej, budowania baz informacyjnych i opracowania procedur).

<sup>17</sup> V. Chhaochharia, V. Grinstein, *CEO Compensation and Board Structure*, „The Journal of Finance” 2009 No 1, s. 240.

<sup>18</sup> Wystarczy prześledzić historię wypłat premii w 2009r. jaki dokonała firma AIG zob. np. L. Plevin, S. Reddy, *AIG bonuses draw anger*, „The Wall Street Journal” 2009, March 16, s.1.

Podjęcie do zarządzania ryzykiem w spółkach publicznych było jednym z ważnych czynników prowadzących do powstania bardzo wysokich kosztów obecnego kryzysu finansowego. Teoretyczne podstawy koncepcji VBM w sposób niekompletny przedstawiały zagadnienia ryzyka. Najczęściej ograniczały się do analizy ryzyka finansowego, ryzyka uwzględnianego przy ustalaniu kosztu kapitału czy ocenie projektów inwestycyjnych. Zagadnienia zarządzania ryzykiem w warunkach funkcjonowania spółek publicznych na wielu rynkach czy zintegrowanego zarządzania ryzykiem korporacji znalazło się w istocie poza obszarem zainteresowań koncepcji VBM.

Spółki publiczne w swej praktycznej działalności wykorzystały tę lukę teoretyczną niemal perfekcyjnie przerzucając konsekwencje ryzyka na słabszych partnerów biznesowych lub pozostałych interesariuszy (zwłaszcza podatników), preferując podejście korzystne tylko z perspektywy kraju siedziby spółki, z pełnym wsparciem tzw. nowoczesnych produktów finansowych z nierozpoznanymi lub mglistymi konsekwencjami ich zastosowania.

Reasumując te rozważania można stwierdzić, że silna presja na menedżerów na osiaganie coraz ambitniejszych wyników finansowych w połączeniu z nowymi możliwościami rozwoju rynków, jakie towarzyszyły globalizacji, w warunkach silnego niedorozwoju instytucji instytucjonalnych i systemu kontroli oraz słabości efektywnego monitorowania zmiennego, a wysoce złożonego otoczenia zewnętrznego sprawiły, że koncepcja zarządzania zorientowana na wzrost wartości firmy była jednym z istotnych źródeł powstania obecnego kryzysu finansowego. Uważam, że bez przeprowadzenia podstawowych modyfikacji tej powszechnie stosowanej koncepcji zarządzania wyjście z aktualnego kryzysu będzie miało charakter krótkookresowy.

## **Literatura**

1. G. Athanassakos, *Value based management, EVA and stock price performance in Canada*, „Management Decisions” 2007, Vol. 45, No 9.
2. R.J. Bannister Jr, R. Jesuthasan, *Finding Your Company's Path to Prosperity*, „Handbook of Business Strategy”, 2000, Vol. 1., No 1.
3. V. Chhaochharia, V. Grinstein, *CEO Compensation and Board Structure*, „The Journal of Finance” 2009 No 1.
4. M. J. Conyon, Kevin J. Murphy, *The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom*, „Economic Journal” November 2000.
5. S. Cooper, D. Crowther, *The adoption of Value Based Management in large UK companies: A case for diffusion theory*, „Journal of Applied Accounting Research” 2008, Vol. 9, No 3.
6. T. E. Copeland, *Why value value*, „The McKinsey Quarterly” 1994 No 4.
7. T. Dudycz, B. Brycz, *Czy paradygmat wartości przeżywa kryzys w: Zarządzanie finansami. Czas na pieniądź*, pod red. D. Zarzeckiego, Zeszyty Naukowe nr 17, Uniwersytet Szczeciński, 2009.
8. *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*. Pod red. J. Szambelańczyka. ZBP Warszawa, marzec 2009
9. M. Iwanicz-Drozdowska, W. Konat, *Analiza pozycji pozabilansowych sektora banków komercyjnych w latach 1998 – 2001*, „Bezpieczny Bank” 2002 nr 2/3.
10. S. Kasiewicz, *Budowanie wartości firmy w sferze operacyjnej*. Oficyna Wydawnicza SGH. Warszawa 2005.

11. Kryzys. *Przewodnik Krytyki Politycznej*. Wydawnictwo Krytyki Politycznej Wrocław 2000.
12. T. Morisawa, H. Kurosaki, *The Current State of Value Base Management in Japan and the Road Map for Success*, Nomura Research Institute October 15, 2002, No 56.
13. *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Oficyna Wydawnicza SGH Warszawa 2009.
14. E. Olsen, *Rethinking Value - Based Management*, „Handbook of Business Strategy”, 2003, Vol. 4, No 1.
15. L. Pawłowicz, *Dylematy integracji rynku finansowego w Unii Europejskiej w świetle stabilności systemu*, [w:] Biała Księga 2004, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Gdańsk-Warszawa, maj 2004.
16. L. Pawłowicz, *Wyzwania dla polityki stabilności płynące z mechanizmu współczesnego kryzysu finansowego*, w: *Współczesne Finanse. Stan i perspektywy rozwoju bankowości*, red. naukowa Leszek Dziawgo, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.
17. L. Plevin, S. Reddy, *AIG bonuses draw anger*, „The Wall Street Journal” 2009, March 16.
18. Rappaport, *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*. The Free Press, New York 1986.
19. D. Starovic, S. Cooper, M. Davis, *Maximising Shareholder Value. Achieving clarity in decision-making*. Technical Report CIMA, London, 2004,
20. *Value Based Management koncepcje, narzędzia, przykłady*. Praca zb. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz. Deloitte, Poltext Warszawa 2008
21. *Why Value Based Management? Benefits*, [www. Value Based Management.net](http://www.ValueBasedManagement.net).