Alina Szewc-Rogalska
Uniwersytet Rzeszowski

ZASTRZEŻENIA WOBEC KONCEPCJI VBM W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO

Wstęp

Problematyka tworzenia wartości przez spółki kapitałowe wzbudza szerokie zainteresowanie w środowiskach naukowych, wśród praktyków i decydentów. Kwestia ta nabiera szczególnego znaczenia w obliczu trwającego obecnie kryzysu finansowego w Polsce i na świecie, który niewątpliwie przyczynia się do osłabienia tempa wzrostu wartości bądź wręcz niszczenia wartości dla akcjonariuszy spółek giełdowych.

Obecny kryzys finansowy wymusza potrzebę nowego, bardziej krytycznego spojrzenia na koncepcję VBM (*Value Based Management*). Coraz częściej pojawiają się prace naukowe podejmujące krytykę lansowanej przez lata koncepcji. Zgodnie z nią ustalana jest główna orientacja przedsiębiorstwa, są kształtowane motywacyjne systemy wynagrodzeń, a menedżerowie podejmują określone decyzje gospodarcze, które mogły stać się jedną z przyczyn obecnego kryzysu.

Celem niniejszej pracy jest próba przedstawienia najważniejszych zastrzeżeń wobec koncepcji VBM i próba oceny jej przydatności w warunkach obecnego kryzysu finansowego. Dla potrzeb realizacji celu pracy posłużono się literaturą zawierającą analizę uwarunkowań rozwoju koncepcji zarządzania wartością oraz nowe, bardziej krytyczne spojrzenie na tę koncepcję.

1. Analiza uwarunkowań rozwoju koncepcji VBM z perspektywy kryzysu finansowego

Do rozwoju nurtu teoretycznego i praktycznego zarządzania wartością przedsiębiorstwa w interesie akcjonariuszy przyczyniła się publikacja pracy Rappaporta (1986). Zainteresowanie podejściem opartym na wartości dla akcjonariuszy przeżyło znaczny rozkwit po publikacji Copelanda, Kollera i Murrina (1990).

W świetle wspomnianej koncepcji wszystkie decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie są podporządkowane maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Wartość ta jest ujmowana jako wartość spółki pomniejszona o jej długi, a ściślej: wyznacza się bieżącą wartość przyszłych przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa, zdyskontowaną według średniego ważonego kosztu jej kapitału, a następnie pomniejszoną o wartość zadłużenia spółki. Rappaport (1986) wskazał wady zysku księgowego i innych księgowych miar oceny rezultatów spółek; wprowadził miernik wartości dodanej dla akcjonariuszy (SVA). Z punktu widzenia kreacji wartości dla akcjonariuszy konieczne jest powiązanie systemu wynagradzania menedżerów ze wzrostem tej wartości, a także właściwe komunikowanie inwestorom informacji o działaniach zarządu i osiąganych wynikach.

Idea zarządzania, zmierzającego do maksymalizowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa, powstała na gruncie anglo-amerykańskiego systemu finansowego, w warunkach przyrostu i ekspansji prywatnego kapitału, dynamicznego rozwoju i wzrostu znaczenia instytucjonalnej własności akcji oraz postępujących procesów globalizacji. Spółki kapitałowe stają się w coraz większym stopniu własnością inwestorów instytucjonalnych (np. funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i firm ubezpieczeniowych), którzy są zainteresowani maksymalizacją wartości tych spółek.

Jak zauważają Black, Wright, Bachman i Davies (2000), silnym bodźcem do powstania wspomnianej koncepcji była także fala wrogich przejęć przedsiębiorstw. W przypadku wielu przedsiębiorstw obserwowano wówczas tzw. „lukę wartości", czyli różnicę pomiędzy wartością spółki możliwą do osiągnięcia, gdyby menedżerowie dążyli do maksymalizacji jej wartości, a jej bieżącą wartością rynkową. Dostrzeżono wówczas, że maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy stanowi skuteczną strategię obronną przed wrogimi przejęciami przedsiębiorstw.

Z perspektywy obecnego kryzysu finansowego należy krytycznie spojrzeć na uwarunkowania rozwoju koncepcji VBM. Jak ocenia Kasiewicz (2009a), siła ekonomiczna globalnych spółek nie tylko przyczyniła się do rozwoju koncepcji VBM, ale także stała się istotnym źródłem kryzysu. Spółki te wywierały silną presję na regulacje kraju goszczącego, m.in. w zakresie niższych stawek podatku dochodowego, zwolnień z podatków, transferu dochodów i kapitału. W przypadku zaniechania lub wprowadzenia postulowanych rozwiązań w ograniczonym zakresie globalne spółki przenosiły swój kapitał do krajów oferujących im korzystniejsze warunki. W warunkach globalnej konkurencji spółki te uzyskały dostęp do wielu nowych rynków i najbardziej produktywnych czynników produkcji, jednocześnie korzystając z premii z tytułu zarządzania na globalnym rynku. Spółki te nie spotykały się z żadnymi systemowymi mechanizmami, które niwelowałyby pojawiające się i potencjalne zagrożenia. Na negatywne konsekwencje obecności inwestorów zagranicznych wskazuje również Szewc-Rogalska (2006b).

Wśród krytycznych opinii wobec globalnych spółek należy przytoczyć m.in. opinię Pruska (2005), który uważa, że w procesie prywatyzacji przedsiębiorstw

państwowych w Polsce znaczna część majątku została kupiona przez zagranicznych inwestorów na warunkach wyprzedaży, czyli znacznie poniżej jego wartości. Prywatyzacja sektora publicznego przyczyniła się wprawdzie do napływu kapitału zagranicznego do polskiej gospodarki, ale bezpośrednie inwestycje zagraniczne nie podniosły znacząco jej konkurencyjności.

Prusek (2005) ocenia, że: „Polska poprzez totalną prywatyzację, opierającą się na strategicznych inwestorach zagranicznych, nie tylko zbliżyła się do struktury własnościowej w krajach UE, ale nawet przekroczyła w wielu sektorach bezpieczny udział kapitału zagranicznego w gospodarce, a tym samym dopuszczalne granice z punktu widzenia bezpieczeństwa ekonomicznego państwa".

Pawłowicz (2008) zauważa istotną prawidłowość dotyczącą skutków kontroli inwestorów zagranicznych nad spółkami zależnymi, funkcjonującymi w tzw. krajach goszczących, m.in. w Polsce. W okresie kryzysu inwestorzy ci znajdują się w sytuacji konfliktu interesów i zazwyczaj przedkładają stabilność systemu finansowego kraju, w którym ma siedzibę spółka matka, nad bezpieczeństwo finansowe spółek zależnych znajdujących się w innych krajach. Oznacza to nacjonalizację strat w okresie kryzysu w przeciwieństwie do internacjonalizacji korzyści w okresie dobrej koniunktury.

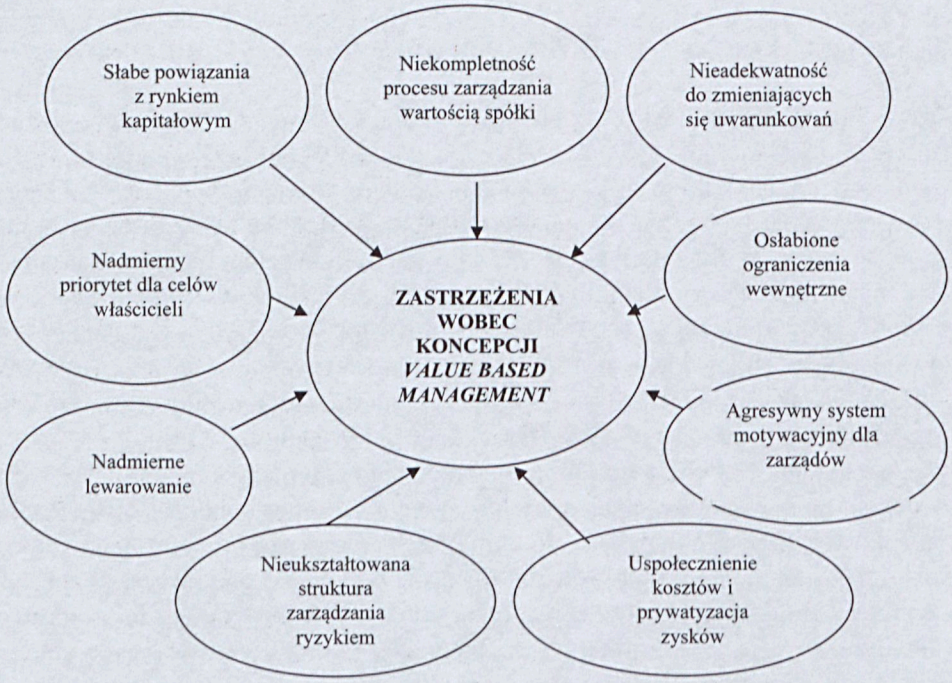
2. Słabości koncepcji VBM w warunkach kryzysu finansowego

Kryzys finansowy spowodował potrzebę weryfikacji samej koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy. Jak podaje Laszko (2008), nie zawsze jest ona właściwie rozumiana w kręgach biznesowych. Poglądy w tej sprawie są wśród kadry kierowniczej bardzo zróżnicowane. Specjaliści z Wall Street przekonują, że budowanie wartości dla akcjonariuszy powinno być jedynym celem biznesu. Natomiast koncentrowanie się na jakichkolwiek innych celach jest pogwałceniem odpowiedzialności powierniczej wobec właścicieli i inwestorów. Od tych skrajnych poglądów odbiega postrzeganie wartości dla akcjonariuszy prezentowane przez inne środowiska. Uważa się w nich, że wartość dla akcjonariuszy, choć kluczowa, powinna być rezultatem skutecznego zarządzania, a nie celem samym w sobie.

Zastrzeżenia wobec dominującej obecnie koncepcji przedstawia rysunek. Jednym z zarzutów formułowanych przez Olsena (2003) wobec koncepcji VBM jest jej słabe powiązanie z rynkiem kapitałowym. Przekłada się to na rozbieżności między wartością fundamentalną spółek a ich wartością rynkową. Ponadto brak rozpoznania przez zarządzających stopnia nieefektywności rynku powoduje, że nie zawsze w swoich decyzjach uwzględniają rozbieżności między wartością wewnętrzną a rynkową. Niekompletność procesu zarządzania wartością spółki stanowi – wg Olsena – kolejną słabość koncepcji VBM. W tradycyjnym ujęciu koncepcja ta koncentruje się na wdrażaniu zasad i generatorów wartości, natomiast pomija kwestie strategiczne, kulturę organizacyjną i społeczny aspekt zarządzania.

Nieadekwatność koncepcji do zmieniających się uwarunkowań podkreśla Herman (2008). Wady tej koncepcji ujawniają się szczególnie wyraźnie w okresie zawirowań na rynkach światowych. Należałoby uczynić ją bardziej kompletną i adekwatną do nowych uwarunkowań, m.in. poprzez uwzględnienie problematyki globalnej.

Jak zauważa Kasiewicz (2009a), słabością koncepcji VBM jest nadmierny priorytet dla celów właścicieli. Właściciele formułują cele długoterminowe, jakie powinny osiągać spółki publiczne, lecz w praktyce reagują zbyt gwałtownie na pogorszenie wyników w krótkim okresie, dokonując częstych zmian w zarządach. Wielu autorów, m.in. Parthiban i Kochbar (1996), Cloves (2002), Dziawgo (2001), Bielecki (2004), wskazuje, że szczególnie gwałtownie reagują inwestorzy instytucjonalni. Takie zachowanie akcjonariuszy wymusza na menedżerach spółek koncentrowanie się na bieżących cenach akcji i powoduje ograniczenie inwestowania długoterminowego. Z drugiej strony należy zauważyć, że powstanie i rozwój koncepcji VBM możliwie były w warunkach m.in. dynamicznego wzrostu znaczenia własności instytucjonalnej. Fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe to inwestorzy, którzy wywierają silną presję na tworzenie wartości przez spółki publiczne, jednakże – jak pokazują doświadczenia kryzysu finansowego – presja ta okazała się nadmierna.



Zastrzeżenia wobec koncepcji VBM

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Olsen 2003), (Mączyńska 2006), (Herman 2008), (Szablewski 2008), (Pawłowicz 2008, 2009), (Kasiewicz 2009a, 2009b).

Silna presja na generowanie wartości i chęć kreowania szybkich zysków prowadzą do podejmowania przez menedżerów spekulacji finansowych, w oderwaniu się od gospodarki realnej. Jak podkreśla Herman (2008), rosnąca złożoność rynków finansowych sprzyja prowadzeniu wyrafinowanej gry spekulacyjnej, co prowadzi do powstawania tzw. „bąbli" spekulacyjnych i destabilizacji gospodarki. Problem ten wyraźnie dostrzega również Otte (2009). Należy dodać, że wspomniana chęć osiągania szybkich zysków spowodowała, że zarządy wielu spółek giełdowych w Polsce podjęły ryzykowną decyzję o spekulacji walutowej. Akceptowały proponowane przez banki asymetryczne instrumenty pochodne, pozwalające im na szybkie zyski w warunkach utrzymującego się trendu spadkowego wartości euro. Jednakże odwrócenie trendu na rynku walutowym spowodowało, że przedsiębiorstwa posiadające opcje walutowe zaczęły ponosić ogromne straty.

Wśród zarzutów formułowanych wobec koncepcji VBM Szablewski (2008) wymienia m.in. uspołecznienie kosztów i prywatyzację zysków. Analogiczne zastrzeżenie formułuje również Mączyńska (2006), która zauważa, że korporacje wykazują silne dążenie do pomnażania wartości rynkowej i zysków, jednocześnie są ukierunkowane na maksymalne przerzucanie kosztów swojej działalności na otoczenie. Jak ocenia L. Pawłowicz (2009), „Pod presją maksymalizacji stopy zwrotu dla akcjonariuszy banki mają słabą motywację, aby liczyć się z konsekwencjami makroekonomicznymi. Zachowują się podobnie jak firmy zatruwające środowisko i nie płacące za to".

Wdrażanie koncepcji VBM i związane z tym dążenie do maksymalizacji wartości przyczynia się często – jak zauważają m.in. Kasiewicz (2009a) i Pawłowicz (2009) – do nadmiernego lewarowania. Jednakże wysoki współczynnik lewarowania w spółkach zwiększa zagrożenie bankructwem. Sytuacja ta dotyczy zarówno sektora finansowego funkcjonującego w warunkach rozbudowanego i wyspecjalizowanego nadzoru, jak i globalnych spółek niepoddanych rygorystycznemu nadzorowi. Pawłowicz (2009) ocenia, że upowszechnienie się w ostatnich latach koncepcji *Value Based Management* w bankach zazwyczaj nie sprzyjało stabilności systemu bankowego. Presja na maksymalizację stopy zwrotu dla akcjonariuszy spowodowała, że poziom lewarowania działalności banków okazał się zbyt wysoki jak na instytucje zaufania publicznego. Ponadto do kapitału własnego wliczano również kapitał, który traktowany był jako własny jedynie w sytuacji upadłości.

Na problem nadmiernego lewarowania banków zwraca uwagę również Rybiński (2009). Posługiwanie się kredytem w celu zwiększania dochodowości jest wprawdzie typowe dla funduszy arbitrażowych, lecz stało się również powszechną praktyką wśród banków. Banki tworzyły specjalne wehikuły finansowe, np. pozyskiwały środki od inwestorów i jednocześnie kilkakrotnie wyższe kwoty pożyczały, emitując krótkoterminowe papiery wartościowe, a następnie wszystkie pozyskane środki inwestowały w długoterminowe instrumenty finansowe powiązane z amerykańskim rynkiem nieruchomości. Początkowo te wehikuły finansowe nie były konsolidowane w ramach bilansów banków. Dopiero później, w warunkach

pojawiających się strat, banki zmuszone były do udzielania gwarancji, co z kolei spowodowało konieczność uwzględnienia tych wehikułów finansowych w bilansach banków.

Kontynuując rozważania na temat słabości koncepcji VBM, należy wskazać – za Kasiewiczem (2009a) – że jest to koncepcja z osłabionymi ograniczeniami wewnętrznymi. Zarządy spółek publicznych dążą do maksymalizacji wartości spółek w warunkach istnienia wielu licznych ograniczeń. Jednakże reagują na te ograniczenia selektywnie, a ich wpływ na wyniki ekonomiczno-finansowe jest zróżnicowany. Na przykład ochrona środowiska przez super- i hipermarkety miała być dla nich kosztem, a w rzeczywistości wprowadzenie płatnych opakowań foliowych dla klientów stało się źródłem dochodu i jednocześnie pozwoliło na kształtowanie wizerunku organizacji wrażliwych na współczesne wyzwania.

W świetle koncepcji VBM istotne jest wdrażanie motywacyjnych systemów wynagrodzeń, w których znaczna ich część jest ruchoma i zależy od efektów pracy menedżerów. Coraz więcej spółek kapitałowych w Polsce i na świecie uzależnia wynagrodzenie menedżerów od osiąganych wyników, zwiększając udział tzw. wynagrodzenia zmiennego. Potwierdzają to wyniki badań Urbanka (2005) oraz Cwynara i Cwynara (2007).

Jednakże taka struktura wynagrodzeń może mieć negatywne konsekwencje, bowiem w wielu przypadkach wyzwala w menedżerach nadmierną presję na maksymalizację tej części wynagrodzeń, która zależy od podejmowanych przez nich działań. W związku z tym kolejny zarzut wobec VBM sformułowany przez Kasiewicza (2009a) to agresywny system motywacyjny dla zarządów. W spółkach akceptujących koncepcję VBM występuje nadmiernie rozbudowany pakiet wynagrodzeń dla zarządów. Udział rocznych premii, opcji na akcje i innych składników zmiennych wynosi od 40% (w Wielkiej Brytanii) do 70% (w USA). Stąd występuje silne dążenie menedżerów do działań, które decydują o 40-70% wartości pakietu wynagrodzeń. Jednakże w praktyce często nie ma żadnych hamulców (norm prawnych, etycznych, zdrowego rozsądku) w osiąganiu ogromnych korzyści, które są niewspółmierne do rzeczywistych działań zarządu. W warunkach kryzysu finansowego w licznych spółkach zarządy wypłacają sobie nieproporcjonalnie wysokie premie za efekty zarządzania, a jednocześnie intensywnie zabiegają o pomoc rządu w celu wyjścia z zagrożenia bankructwem. Podobne krytyczne opinie dotyczące oderwania wynagrodzeń kluczowych menedżerów amerykańskich od wyników finansowych i wyceny przedsiębiorstw formułuje Stiglitz (2006).

W kontekście powyższych rozważań należy wspomnieć o stosowaniu w spółkach agresywnej bądź źle pojętej kreatywnej rachunkowości, na co zwraca uwagę Kamela-Sowińska (2003). Manipulowanie księgowym ujęciem zysków i innych dokonań przedsiębiorstwa umożliwia sztuczną poprawę pozycji finansowej i wyceny wartości przedsiębiorstwa. Zyski księgowe są znacznie wyższe od realnych wyników finansowych przedsiębiorstwa, ale jednocześnie stają się całkiem

prawdziwym źródłem wypłat dla menedżerów. Jak zauważają: Mączyńska (2003) i Szewc-Rogalska (2006a), w rezultacie prowadzi to do realizacji prywatnych korzyści przez menedżerów i uszczuplenia majątku akcjonariuszy.

Kasiewicz (2009a) zwraca uwagę, że teoretyczne podstawy koncepcji VBM przedstawiają zagadnienie ryzyka w sposób niekompletny, ograniczając się do ryzyka uwzględnianego przy ustalaniu kosztu kapitału i ocenie projektów inwestycyjnych. Poza obszarem zainteresowania koncepcji znalazły się zagadnienia zarządzania ryzykiem w spółkach funkcjonujących na wielu rynkach czy zintegrowanego zarządzania ryzykiem w spółkach. Współczesne modele zarządzania ryzykiem okazały się zawodne, o czym świadczy m.in. przykład sektora bankowego w okresie kryzysu finansowego. Jajuga (2007) zauważa, że w zarządzaniu ryzykiem należy uwzględnić również ryzyko samego modelu. Znaczenie właściwego zarządzania ryzykiem w procesie maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy dostrzega również Szopa (2009).

Pawłowicz (2008) ocenia, że zarządzanie ryzykiem i szacowanie kapitału ekonomicznego w bankach odbywa się pod presją maksymalizacji stopy zwrotu dla akcjonariuszy. Często występuje niedoszacowanie podejmowanego ryzyka i „pokusa nadużycia" i podejmowania działań na ryzyko podatnika, co wynika z przewidywalności zachowania banków centralnych w sytuacji zagrożenia płynności finansowej. Jak podaje Kasiewicz (2009b), menedżerowie spółek publicznych, będący pod silną presją realizacji ambitnie sformułowanych planów poprawy wyników finansowych przez właścicieli, nie doceniają lub świadomie pomijają sygnały informacyjne opracowane przez zespół analityków finansowych lub pracowników audytu wewnętrznego w zakresie ryzyka.

Należy zaznaczyć, że dotychczasowe wdrożenia koncepcji VBM i próby pomiaru jej efektów pozwalają na wskazanie licznych trudności metodycznych. Dudycz (2001), Skoczylas (2005), Zarzecki (2008) podają wiele zarzutów w odniesieniu do istoty i sposobu pomiaru ekonomicznej wartości dodanej oraz metodyki szacowania kosztu kapitału własnego. Wskazują na występowanie wielu dyskusyjnych kwestii w zakresie kalkulowania stopy zwrotu wolnej od ryzyka, współczynnika beta oraz rynkowej premii za ryzyko.

Zakończenie

Z podjętej próby przedstawienia najważniejszych zastrzeżeń wobec koncepcji VBM i próby oceny jej przydatności w warunkach aktualnego kryzysu finansowego wynikają pewne ustalenia i wnioski.

Kryzys finansowy odsłonił zarówno istotne ograniczenia samej koncepcji, jak i wiele niewłaściwych zachowań menedżerów spółek publicznych, pozostających pod silną presją maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Wśród najczęściej formułowanych w literaturze zarzutów należy wymienić: niekompletność koncepcji, nadmierny priorytet dla celów właścicieli, uspołecznienie kosztów, agresywne systemy motywowania menedżerów, nadmierne lewarowanie, słabe ograniczenia wewnętrzne, niewłaściwe ukształtowanie systemu zarządzania ryzykiem, małe powiązanie z rynkiem kapitałowym i zjawiskami o charakterze globalnym.

Wśród wielu przyczyn kryzysu należy wskazać zachowania menedżerów, niewłaściwie pojmujących koncepcję VBM bądź ulegających presji maksymalizowania wartości akcjonariuszy i własnych korzyści. Za niewłaściwe należy uznać dążenie menedżerów do szybkich zysków, podejmowanie spekulacji finansowych, nadmierne koncentrowanie się na działaniach, których efekty przekładają się bezpośrednio na poziom wynagrodzenia, krótkowzroczność oraz zachowania nieetyczne.

Do ujawnienia się słabości koncepcji VBM przyczyniły się również zachowania samych właścicieli/akcjonariuszy, zwłaszcza żądania szybkich i wysokich zysków, gwałtowne reakcje inwestorów instytucjonalnych i nadmierna presja na regulacje kraju goszczącego, wywierana przez inwestorów zagranicznych.

Kryzys finansowy ujawnił konieczność modyfikacji koncepcji VBM i uwzględnienia zagrożeń i zjawisk zachodzących w gospodarce światowej i na polskim rynku finansowym. Konieczne jest przede wszystkim udoskonalanie systemu zarządzania ryzykiem w warunkach zmiennego i złożonego otoczenia oraz włączenie go do systemu zarządzania wartością dla akcjonariuszy.

Niezbędna jest weryfikacja strategii budowania wartości przedsiębiorstwa, jak również odejście od realizowanej w praktyce krótkookresowej perspektywy generowania zysków dla właścicieli na rzecz dominacji podejścia długookresowego, bardziej zrównoważonego.

Bibliografia

Bielecki A., (2004), *Rola inwestorów instytucjonalnych w monitorowaniu spółek,* w: S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Black A., Wright P., Bachman J.E., Davies J. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.

Cloves M., (2002), *Pension Fund's Role in Bubble*, Pension & Investments, vol. 30, Issue 13.

Copeland T., Koller T., Murrin J. (1990), *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, wyd. 2, John Wiley, New York.

Cwynar A., Cwynar W. (2007), *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe,* Polska Akademia Rachunkowości, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa – Rzeszów.

Dudycz T., (2001), *Co środowiska akademickie zarzucają ekonomicznej wartości dodanej*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Wyd. CeDeWu, Warszawa.

Dziawgo D., (2001), *Inwestorzy indywidualni a zarządzanie wartością firmy,* w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa.

Herman A., (2008), *Globalne kryzysy i ich wpływ na postrzeganie wartości przedsiębiorstwa,* w: J. Bieliński, M. Czerwińska (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach zakłóceń na rynkach finansowych*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.

Jajuga K., (2007), *Teoretyczne podstawy zarządzania ryzykiem,* w: K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa.

Kamela-Sowińska A., (2003), *Skąd się wzięła sprawa Enronu?*, Rachunkowość, nr 4.

Kasiewicz S., (2009a), *Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego,* http://www.rf.edu.pl/uploads/media/S_Kasiewicz_02.pdf, [dostęp 04.11.2009].

Kasiewicz S., (2009b), *Zarządzanie w warunkach ryzyka – strategiczna umiejętność przedsiębiorstwa*, http://www.sgh.waw.pl/katedry/kzs/Konferencja/5.%20Stanislaw%20Kasiewicz.pdf, [dostęp 30.12.2009].

Laszko Ch., (2008), *Firma zrównoważonego rozwoju*, Studio Emka, Warszawa.

Mączyńska E., (2003), *Kondycja przedsiębiorstw*, Nowe Życie Gospodarcze, nr 3.

Mączyńska E., (2006), *Niszcząca siła korporacji*, Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, nr 1.

Olsen E., (2003), *Rethinking Value – Based Management*, Handbook of Business Strategy, vol. 4, No. 1.

Otte M. (2009), *Kiedy nadchodzi kryzys*, Studio Emka, Warszawa.

Parthiban D., Kochhar R. (1996), *Barriers to effective corporate governance by institutional investors. Implications for theory and practice*, European Management Journal, no 5.

Pawłowicz L., (2008), *Nowy wymiar globalnego kryzysu finansowego,* w: J. Bieliński, M. Czerwińska (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach zakłóceń na rynkach finansowych*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.

Pawłowicz L., (2009), *Kryzys zaufania na rynkach finansowych z perspektywy kraju goszczącego,* w: J. Szambelańczyk (red.), *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, Wyd. ZBP, Warszawa.

Prusek A., (2005), *Prywatyzacja polskiej gospodarki. Cele, programy i ocena jej rezultatów*, AE w Krakowie, Kraków.

Rappaport A., (1986), *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York.

Rybiński K., (2009), *Finansowe instrumenty pochodne a przyczyny obecnego kryzysu*, Kwartalnik eFinanse, nr 3, http://www.e-finanse.com/article.php?art=119, [dostęp 20.12.2009].

Skoczylas W., (2005), *Formuła obliczania ekonomicznej wartości dodanej zagrożeniem czy szansą w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, nr 397.

Stiglitz J.E., (2006), *Szalone lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa.

Szablewski A., (2008), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – logika i prawidłowości*, Kwartalnik eFinanse, nr 3, http://www.e-finanse.com/article.php?art=96, [dostęp 20.12.2009].

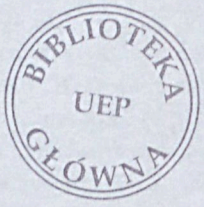
Szewc-Rogalska A., (2006a), *Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, Gospodarka Narodowa, nr 10.
Szewc-Rogalska A., (2006b), *Porównywalność wskaźników finansowych przedsiębiorstw*, Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa, nr 8.
Szopa A., (2009), *Warunki zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwie,* w: B. Bernaś (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka,* Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 48.
Urbanek P., (2005), *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
Zarzecki D. (2008), *Indeks ryzyka w wycenie przedsiębiorstw,* w: *Przedsiębiorstwo w procesie przemian otoczenia,* Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 1.

RESERVATIONS ABOUT THE VBM CONCEPT IN THE CIRCUMSTANCES OF THE FINANCIAL CRISIS

Summary

The aim of this paper is to present the most important reservations towards the VBM concept in the circumstances of a financial crisis. The basis for this deliberation was the literature outlining a new and more critical view of the value management concept in question. The employed research method covered both the analysis of the determinants of the VBM concept and the identification of its foremost weaknesses in the conditions of a financial crisis.

As a result of the conducted analysis, it was established that the most frequently formulated reservations about VBM in the literature were: deficiencies within the concept, excessive priority for the owners' goals, socialization of costs, aggressive systems of motivating managers, excessive levering, poor internal restrictions, inappropriate risk management structures, little connection with the capital market and global phenomena. The financial crisis revealed the necessity of modifying the VBM concept and considering occurrences and threats emerging both in the global economy and on the Polish financial market. Above all, it is necessary to improve the risk management system against a changeable and complex background and integrate it with the value management system for shareholders.



Książka jest dotowana przez

NBP
Narodowy Bank Polski

Sponsorzy główni

SGB
Spółdzielcza Grupa Bankowa

ZWIĄZEK BANKÓW POLSKICH

BIK
BIURO INFORMACJI KREDYTOWEJ

Biuro Informacji Gospodarczej
InfoMonitor S.A.

Krajowa
Izba
Rozliczeniowa S.A.

Sponsorzy wspierający

BRE BANK SA

Amica

GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

SGB - TRANS - LEASING
Polskie Towarzystwo Leasingowe Sp. z o.o.