

Value Based Management w największych spółkach notowanych na GPW w Warszawie

Dariusz Zarzecki*

Streszczenie: *Cel* – Celem opracowania była ocena znajomości i skali zastosowania koncepcji zarządzania wartością w grupie 50 największych spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Metodologia badania* – W artykule omówiono istotę zarządzania wartością firmy oraz przedstawiono zalety i wady wynikające z wdrażania systemu VBM. Następnie zaprezentowano wyniki badań ankietowych przeprowadzonych przez autora w 2013 roku dotyczących znajomości i zastosowania koncepcji zarządzania wartością w największych polskich spółkach giełdowych. Przedstawiono również badania na temat wynagradzania zarządów w oparciu o wzrost wartości rynkowej kapitału własnego spółek i wskazano na kluczowe problemy związane z zarządzaniem opartym na wartości (VBM).

Wynik – Przeprowadzone badanie dotyczące wiedzy o koncepcji VBM, jej zastosowań w praktyce oraz planów wdrożenia wskazuje, że w grupie największych polskich spółek publicznych przeważający paradygmat zarządzania jest rzeczywistością. Nie jest to tylko postulat teorii wobec praktyki, aczkolwiek deklaracje o stosowaniu koncepcji VBM wymagałyby bardziej pogłębionej weryfikacji – najlepiej w formie konkretnych studiów przypadku.

Oryginalność/wartość – Artykuł stanowi spojrzenie na temat wiedzy na temat koncepcji VBM wśród menedżerów reprezentujących największe spółki notowane na polskim rynku kapitałowym.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością, paradygmat zarządzania

1. Istota zarządzania wartością (Value Based Management – VBM)

Zarządzanie wartością jest podejściem w zarządzaniu kładącym nacisk na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy (Rappaport, 1999). Definicje podawane przez różnych autorów, czy firmy doradcze są zbieżne (Cwynar, Cwynar, 2002; Marcinkowska, 2000; Jaki, 2012; Borowiecki, 2009, s. 96–105). Pewne różnice dotyczą określenia beneficjentów procesu maksymalizowania wartości (Jaki, 2012). Większość autorów, firm doradczych i użytkowników wskazuje na właścicieli (akcjonariuszy, udziałowców) jako tych, którzy mają być najważniejszymi beneficjentami zarządzania wartością (Young, O’Byrne, 2001). Niektórzy uważają, że chodzi o pomnażanie wartości z punktu widzenia wszystkich interesariuszy przedsiębiorstwa. To drugie podejście stosowane jest m.in. przez Deloitte&Touche, Coca-Cola, AT&T, Siemens i Deutsche Bank (*Wynagrodzenia menedżerów...*, 2013).

* prof. dr hab. Dariusz Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, e-mail: dariusz.zarzecki@zarzecki.pl.

W rzeczywistości ta dwoistość podejścia jest pozorna: trudno wyobrazić sobie kreowanie wartości w spółce w długim okresie ignorując bądź zaniedbując oczekiwania innych poza właścicielami interesariuszy. Zarząd niewykazujący troski o klientów prędzej czy później doprowadzi do destrukcji wartości dla właścicieli, bo spadnie sprzedaż. Niewłaściwe traktowanie pracowników, brak wyznaczonych ścieżek kariery, niemotywacyjne systemy wynagradzania, niskie płace, zła atmosfera, konflikty – to oczywiste przyczyny zwiększonej fluktuacji zatrudnienia i negatywnej selekcji, a w konsekwencji niższej wydajności i efektywności pracy. To również doprowadzi do destrukcji wartości. Także relacje z dostawcami muszą spełniać przyjęte standardy (solidność kupiecka, dotrzymywanie terminów, elastyczność, długoterminowa wiarygodność, etc.). W przeciwnym wypadku najlepsi (w sensie jakości dostarczanych surowców, podzespołów itd. oraz cen i innych warunków umowy) odmówią współpracy, albo postrzegając partnera jako bardziej ryzykownego, zaproponują współpracę na gorszych warunkach. Mechanizm jest w każdym przypadku podobny: zmniejsza się suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych netto dla właścicieli, czyli wartość kapitału własnego, a więc bogactwo właścicieli. Powyższe nie oznacza, że problem optymalizacji działań nie istnieje. Odniesiemy się do tego w końcowej części niniejszego opracowania.

2. Zalety i wady wynikające w wdrażania systemu VBM

Efektywne pomnażanie wartości przedsiębiorstwa, a tym samym skuteczna realizacja strategii kreowania wartości, wymaga kompleksowego podejścia poprzez stworzenie systemowej struktury zarządzania ukierunkowanego na pomnażanie wartości przedsiębiorstwa. Z tego też powodu kluczowe znaczenie dla efektywnego wdrażania strategii kreowania wartości ma system zarządzania wartością przedsiębiorstwa (system VBM). Negatywne dla przedsiębiorstwa i jego właścicieli konsekwencje występowania problemu agencji, wynikające z oddzielenia własności od zarządzania, sprawiają, że od systemu VBM oczekuje się w takiej sytuacji przede wszystkim nadania procesowi zarządzania przedsiębiorstwem cech zbliżonych do zarządzania właścicielskiego, przy którym właściciele przedsiębiorstwa za pomocą dostępnych instrumentów wywierają wpływ na jego funkcjonowanie oraz realizację zamierzonych celów. Implementacja takiego systemu ma zatem także w swoim założeniu za zadanie stworzenie warunków, w których menedżerowie myślą i działają, jak właściciele (Olsen, 2002; Jaki, 2011).

Implementacja systemu VBM prowadzi w efekcie do istotnej redefinicji celów przedsiębiorstwa, przekształcenia jego struktury wewnętrznej, odnowienia procesów strategicznych i operacyjnych, a także wprowadzenia zmian w zakresie praktyk zarządzania zasobami ludzkimi. W rezultacie mamy tutaj do czynienia z wszechstronną i wielokierunkową zmianą w organizacji działalności przedsiębiorstwa (Starovic, Cooper, Davis, 2004, s. 22; Jaki, 2011, s. 823).

W literaturze wskazuje się na następujące zalety związane z wdrażaniem systemu VBM w przedsiębiorstwie (Jaki, 2011):

- wprowadzenie jednolitego, czytelnego języka w komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej,
- narzędzie umożliwiające pełną porównywalność z alternatywnymi osiągnięciami,
- przydatność w procesie alokacji zasobów: lepsze rozróżnienie pomiędzy inwestycjami kreującymi i niekreującymi wartość,
- pozytywne oddziaływanie na wyniki finansowe, które uzyskiwane jest poprzez redukcję podstawy kapitałowej,
- skuteczne narzędzie strategiczne,
- użyteczne narzędzie orientowania zarządzania wokół nośników wartości,
- możliwość bardziej efektywnego kreowania wartości dla akcjonariuszy przez zwiększenie odpowiedzialności poszczególnych jednostek biznesowych.

Natomiast wśród wad związanych z wdrażaniem systemu VBM w przedsiębiorstwie szczególnie istotne są następujące:

- komplikacje wynikające z wielości form i metod zarządzania wartością,
- niezadowalająca użyteczność w przypadku niższych poziomów zarządzania z powodu trudności z prognozowaniem wartości,
- konieczność poniesienia kosztów zarządzania związanych z wdrażaniem systemu,
- ograniczenia wynikające ze złożoności prowadzonego rachunku kreowania wartości,
- trudności z transformacją miar finansowych na operacyjne miary klientów,
- trudności techniczne i niejednoznaczność w pomiarze efektów, np. w odniesieniu do szacowania kosztu kapitału, w szczególności kosztu kapitału własnego.

3. Badanie na temat zarządzania wartością w największych spółkach notowanych na GPW

Wdrożenie zarządzania wartością, mapowania wartości i innych koncepcji tworzenia wartości niewątpliwie przyczyniło się do zwiększenia wagi i roli analityków ds. wyceny przedsiębiorstw i całej profesji wyceny przedsiębiorstw. Jednakże zastosowanie zarządzania wartością w mniej rozwiniętych krajach nie jest tak rozpowszechnione, jak w Stanach Zjednoczonych. Przykładowo w Polsce jedynie niewielka liczba spółek wdrożyła taki system. Badania ankietowe przeprowadzone wśród małych i średnich przedsiębiorstw w Południowych Morawach w Czechach pokazały, że tylko siedem przedsiębiorstw stosowało systemy wynagrodzeń oparte na wartości, z czego tylko jeden z nich opierał się na wskaźniku *EVA* (Jakubcova, Fedorova, 2004, s. 22).

W celu rozpoznania rzeczywistej znajomości koncepcji zarządzania przez wartość w polskich firmach, w okresie marzec–kwiecień 2013 przeprowadzono badanie ankietowe obejmujące grupę 50 największych pod względem kapitalizacji spółek notowanych na GPW w Warszawie. Chodzi przy tym wyłącznie o polskie spółki publiczne, a nie wszystkie

największe spółki notowane na GPW, w tym zagraniczne (np. UniCredit, CEZ i MOL – spółki te zostały wyłączone z badania). Respondentom (członkowie zarządu ds. finansowych lub ds. strategii/rozwoju) zadano osiem pytań, w tym cztery bezpośrednio, a cztery pośrednio związane ze znajomością i wykorzystaniem koncepcji *VBM*.

Odpowiedzi na pierwsze, podstawowe pytanie dotyczące znajomości koncepcji *VBM* (Czy zna Pan/Pani pojęcie zarządzania przez wartość?) udzieliło 21 spółek, tj. 42,0% z grupy pięćdziesięciu badanych podmiotów o największej wartości kapitału własnego. Siedemnastu przedstawicieli zarządów (81,0%) udzieliło odpowiedzi twierdzącej, a czterech (19,0%) negatywnej. Odsetek odpowiedzi negatywnych wydaje się być mimo wszystko wysoki. Jeżeli przyjmiemy, że szerokie upowszechnienie koncepcji *VBM* w skali światowej, w tym przede wszystkim w USA i Kanadzie, można wiązać z wydanymi na początku lat 90-tych dwiema fundamentalnymi pracami autorstwa T. Copelanda, T. Kollera, J. Murrina (1990): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons oraz G.B. Stewarta III (1991): *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*. Harper-Business¹, to oznacza, że po upływie prawie ćwierć wieku prawie 1/5 zarządzających największymi spółkami publicznymi w Polsce nie zna wiodącej i bardzo popularnej w krajach rozwiniętych koncepcji zarządzania. Co więcej, od połowy lat 90. XX wieku dostępne są w Polsce prace naszych autorów (zarówno prace zwarte, jak i artykuły na temat *VBM*), a w 1997 roku wydawnictwo WIG Press wydało przetłumaczoną na język polski pierwszą z wymienionych wcześniej książek (*Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*). Dwa lata później ukazała się w Polsce praca A. Rappaporta (1999): *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*. W ostatnich dwudziestu latach w programach studiów czołowych wydziałów ekonomicznych w Polsce można znaleźć liczne odniesienia do koncepcji *VBM* (całe przedmioty, elementy przedmiotów, a nawet specjalności i dedykowane zarządzaniu wartością studia podyplomowe, szkolenia i konferencje). Tak znaczny odsetek zarządzających, którzy nie znają istoty i podstawowych założeń koncepcji *VBM* może więc niepokoić. Tym bardziej, że badania dotyczyły wyłącznie największych spółek. Z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że poza grupą dużych firm, znajomość koncepcji *VBM* wśród kadry zarządzającej polskich spółek jest jeszcze mniejsza, a w odniesieniu do podmiotów nienotowanych, których jest zdecydowanie najwięcej, wiedza o *VBM* jest zapewne najślabsza.

Sama znajomość *VBM* nie przesądza jeszcze o zastosowaniu tej koncepcji w praktyce. Potwierdza to rozkład odpowiedzi na drugie pytanie (Czy firma, którą Pan/Pani reprezentuje wykorzystuje *Value Based Management (VBM)* w zarządzaniu firmą?). Tylko dziesięć spośród siedemnastu zarządzających znających koncepcję *VBM* (58,8%) potwierdziło stosowanie *VBM* w zarządzanych przez siebie spółkach. Oznacza to, że 47,6% spółek, których przedstawiciele udzielili odpowiedzi, wykorzystuje *VBM* w zarządzaniu firmą. Wdrożenia

¹ W kolejnych latach ukazały się liczne prace innych autorów: Young, O'Byrne (2001), Ehrbar (1998), Knight (1998).

systemu *VBM* miały miejsce stosunkowo niedawno, bowiem spośród tych, którzy udzielili odpowiedzi na to pytanie, jako rok rozpoczęcia stosowania koncepcji *VBM* wskazano wyłącznie lata po 2000 roku (konkretnie: 2003, 2009 i 2012). W pozostałych siedmiu przypadkach nie podano roku wdrożenia systemu *VBM*.

Aż 10 respondentów deklaruje wolę stosowania systemu *VBM* w przyszłości, co stanowi 76,9% wszystkich odpowiedzi udzielonych na to pytanie. Można to interpretować w ten sposób, że firmy wykorzystujące *VBM* zamierzają robić to również w przyszłości, a poza tym aż 5 spośród pozostałych (nie stosujących *VBM*) spółek planuje wdrożyć i stosować *VBM*.

Zdecydowanie pozytywnie należy ocenić 100% pozytywnych odpowiedzi na pytanie dotyczące wykorzystywania w ocenie projektów inwestycyjnych w swoich firmach kryterium wartości bieżącej netto *NPV* lub wewnętrznej stopy zwrotu *IRR*. Wszyscy respondenci potwierdzili, że zawsze wykorzystują przynajmniej jedno z tych kryteriów. W porównaniu do wcześniejszych i szerszych pod względem zakresu i wielkości próby badań, wyniki te są bardzo dobre. W badaniach przeprowadzonych w 1994 roku na próbie 114 podmiotów z województwa zachodniopomorskiego zaledwie 23% respondentów wskazało na *NPV*, a tylko 8% na *IRR* jako stosowane przez nich w praktyce kryteria². Natomiast w badaniu z 2005 roku wśród 239 odpowiedzi było 39% potwierdzających wykorzystywanie *NPV* i odpowiednio 38% *IRR* (Rogowski, 2013, s. 436). Postęp jest więc wyraźny i spektakularny i nie zmienia tego różna wielkość i struktura próby oraz nieco odmienny sposób sformułowania pytań.

Przeprowadzone badanie dotyczące wiedzy nt. *VBM*, jej zastosowań w praktyce oraz planów wdrożenia wskazuje, że w grupie największych polskich spółek publicznych prowartościowy paradygmat zarządzania jest rzeczywistością. Nie jest to tylko postulat teorii wobec praktyki, aczkolwiek deklaracje o stosowaniu koncepcji *VBM* wymagałyby bardziej pogłębionej weryfikacji – najlepiej w formie konkretnych studiów przypadku.

Zwolennicy teorii *VBM* zwykle nie poświęcają w ogóle lub bardzo niewiele miejsca krytyce koncepcji zarządzania przez wartość i różnym pułapkom związanym z jej praktycznym zastosowaniem. Pojawiają się poglądy, że jest to zgrabnie opakowany w spójną teorię i prezentujący się atrakcyjnie dla zarządzających produkt firm doradczych. Krytycznie o koncepcji *VBM* wypowiadali się m.in. Grinblatt, Titman, Damodaran. Bardzo ciekawy krytyczny wywód nt. koncepcji *VBM* zaprezentował S. Kasiewicz (2009) w dostępnym również na internecie artykule pt. Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego.

² Warto podkreślić, że były to spółki w większości małe i średnie (Zarzecki, 1997).

4. Wynagradzanie przez wartość

Sformalizowane systemy zarządzania wartością wiążą się ściśle z systemami motywacyjnymi, które uzależniają zmienną część wynagrodzenia menedżerów od wyników, a w szczególności od wzrostu rynkowej wartości kapitału własnego. Aż 12 z 13 respondentów, tj. 92,3%, którzy udzielili odpowiedzi na to pytanie, potwierdziło występowanie motywacyjnego systemu wynagradzania członków zarządu. Dominują zdecydowanie nagrody pieniężne występujące w 11 spośród 12 największych podmiotów giełdowych, które udzieliły odpowiedzi na to pytanie i równocześnie posiadają motywacyjny system wynagradzania. W 4 przypadkach (33,3%) stosowane są opcje na akcje. Również w 4 firmach (33,3%) menedżerowie wynagradzani są w formie obligacji zamiennych na akcje, przy czym w dwóch przypadkach (16,7%) stosowane są zarówno opcje na akcje, jak i obligacje zamienne. W dwóch firmach (16,7%) menedżerowie mogą otrzymać wynagrodzenie w postaci akcji. W jednej spółce system wynagradzania daje zarządzającym możliwość wykupu menedżerskiego spółki (*Management Buy-Out*).

Aż 41,7% respondentów twierdzi, że w ich firmach zmienne elementy wynagrodzenia stanowią więcej, niż 40%. Ale w 1/3 spółek udział ten jest mniejszy, niż 20%. Średnio zmienna część wynagrodzenia menedżerów w badanej próbie wyniosła około 35%. Identyczny udział części zmiennej wynagrodzenia uzyskano w badaniach przeprowadzonych na polskim rynku przez PwC w 2012 (*Wynagrodzenia największych...*, 2013). Udział ten (35%) jest więc nieco wyższy, niż wskazują dane dotyczące wszystkich spółek notowanych na GPW w Warszawie (30% – średnią obniżają mniejsze spółki, w których zmienna część wynagrodzenia jest niższa, niż w spółkach największych). Udział zmiennych składników wynagrodzenia wynoszący średnio 30% jest na GPW zdecydowanie niższy, niż w przypadku spółek amerykańskich, gdzie udział ten w pakiecie wynagrodzeniowym menedżerów najwyższego szczebla (członków zarządu) średnio oscyluje wokół 70% (w Wielkiej Brytanii odsetek ten jest nieznacznie mniejszy). W Polsce aż 2/3 uposażeń kluczowych menedżerów nie zależy więc bezpośrednio od wyników działalności, będąc stałą częścią wynagrodzenia. Pomiędzy standardami polskimi, a anglosaskimi jest więc ogromna różnica w tym zakresie.

Z jednej strony charakterystyczne dla Polski proporcje podziału całkowitej płacy na część stałą i zmienną mogą budzić niepokój. Stosunkowo niewielki udział ruchomej części wynagrodzenia oznacza słabszą zależność łącznej gratyfikacji od wyników i mniejszą motywację do ich poprawiania. Jednak z drugiej strony to także mniejsza skłonność do ryzyka – szczególnie opartego na agresywnym korzystaniu z długu.

Wspomniane badania PwC wskazują, że w latach 2011–2012 zainteresowanie długookresowymi programami motywacyjnymi (*Long-Term Incentive Plan – LTIP*) w największych polskich spółkach giełdowych kształtowało się na podobnym poziomie (około 40% spółek oferowało swoim top managerom takie motywatory). Mimo, że udział ten jest znacznie wyższy, niż jeszcze kilka lat wcześniej (około 30%), to nadal odbiega od średnich

obserwowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych, gdzie udział ten jest dużo większy i sięga niemal 100%.

Do rewizji myślenia na temat struktury wynagradzania członków zarządu skłonił kryzys z lat 2007–2008. Uznano, że w pogoni za coraz wyższymi nagrodami i innymi korzyściami oferowanymi w ramach agresywnych pakietów wynagrodzeniowych (np. tymi, które wynikają ze wzrostu wartości akcji zarządzanej spółki), menedżerowie zbyt często zapominają o ryzyku i hamulcach bezpieczeństwa, decydując się na realizację projektów obiecujących co prawda wysokie stopy zwrotu (a zatem także atrakcyjne bonusy), ale także nieproporcjonalnie wysokie ryzyko. W rezultacie powszechne do niedawna przekonanie o tym, że im większy udział części zmiennej w całkowitym wynagrodzeniu, tym lepiej, w krótkim czasie ustąpiło miejsca poglądom znacznie bardziej konserwatywnym. Widać to wyraźnie m.in. w zaleceniach licznych instytucji, w tym tych związanych z Unią Europejską. Do tej pory nikt nie pokusił się jednak o wskazanie rozsądnej struktury wynagrodzenia członków zarządów i nie zaproponował przekonującej i naukowo uzasadnionej metody optymalizacji w tej dziedzinie.

Jak zauważa A. Cwynar (2012), „problem jest dużo bardziej złożony i bez wątpienia wykracza poza ramy dyskusji na temat tego, jaki procent w całkowitym wynagrodzeniu powinny stanowić bodźce zależne od wyników, a jaki stała płaca. Dotyczy on między innymi kwestii wyboru samego miernika wyników. Być może jest tak, że duży udział składnika ruchomego nie w każdym przypadku musi prowokować menedżerów do podejmowania się realizacji najbardziej ryzykownych projektów. Wielu wierzy, że można temu przeciwdziałać za pomocą konstrukcji właściwego miernika bądź mierników menedżerskich osiągnięć. Tymczasem płacenie za wyniki musi brać pod uwagę to, że na menedżerskie premie mógł zapracować wyłącznie rynek (branża, cała gospodarka albo jedno i drugie jednocześnie). Dziś nikt nie ma też złudzeń co do tego, czy istnieje miernik, którym nie dałoby się manipulować. W związku z tym, że płacenie za wyniki oznacza konieczność posługiwania się miernikami tych wyników, musi ono brać też pod uwagę to, że za menedżerskimi premiami kryje się menedżerska inżynieria będąca rezultatem ich wiedzy na temat właściwości używanego do oceny ich wyników miernika”.

Badania, do których odwołuje się A. Cwynar (2012) pokazują, że większość akcjonariuszy byłaby skłonna zaakceptować jeszcze większe, niż obecnie wynagrodzenia menedżerów, ale pod warunkiem, że płacenie za wyniki nie byłoby drogą prowadzącą tylko w jedną stronę – wyższych wynagrodzeń za lepsze rezultaty. Chodzi o bardziej symetryczny układ co do ekspozycji na ryzyko niepomyślnego rozwoju wydarzeń (*downside risk*). Wiadomo, że inwestorzy je ponoszą: mogą stracić część zainwestowanego kapitału. Strata menedżera w takim przypadku to brak premii albo bezwartościowe opcje zakupu akcji. Dyskusja na temat menedżerskich wynagrodzeń musi brać pod uwagę przestrzenną dychotomię w skali świata. Stany Zjednoczone istotnie różnią się pod tym względem od pozostałych gospodarek. Różnice dotyczą przede wszystkim dwóch – tak naprawdę kluczowych – spraw: wielkości i struktury menedżerskiego wynagrodzenia. CEO amerykańskich spółek zarabiają

przeciętnie więcej, niż prezesi spółek mających siedziby w jakimkolwiek innym kraju. Większą, niż gdziekolwiek indziej część całkowitego wynagrodzenia stanowi też u nich składnik ruchomy (zmienny), zależny od wyników działalności. Należy przy tym zwrócić uwagę na to, że zmienny komponent płacy tworzą tam przede wszystkim instrumenty związane z kapitałem akcyjnym/akcjami zarządzanej przez menedżera spółki (*equity-based compensation*) – opcje zakupu akcji (*stock options*), akcje warunkowe (*restricted stock*), prawo do udziału w zyskach kapitałowych (*stock appreciation rights*) i podobne.

W żadnym innym kraju wynagradzanie związane z akcjami (chodzi nie tylko o samo wynagradzanie akcjami), jak podkreśla A. Cwynar (2012), nie stało się tak powszechne, jak w Stanach Zjednoczonych. Z raportów płacowych takich firm, jak Towers Perrin, Mercer czy Hay Group wynika, że wartość całkowitego pakietu płacowego przeciętnego CEO w Stanach Zjednoczonych może być nawet dwukrotnie wyższa, niż np. w Niemczech, natomiast polscy menedżerowie zarabiają nawet trzykrotnie mniej, niż niemieccy czy brytyjscy. Wynagrodzenie zmienne CEO amerykańskiej spółki stanowi średnio ok. 60–70% całego pakietu płacowego – tyle, ile przeciętnie stała płaca zasadnicza prezesa polskiej spółki (top managerowie w krajach takich, jak Niemcy czy Wielka Brytania są pomiędzy tymi dwoma skrajnymi charakterystykami; w krajach anglosaskich udział części zmiennej jest – przeciętnie – wyższy). W okresie szczytowej popularności menedżerskich opcji zakupu akcji (2001 r.) ich udział w całkowitej wartości menedżerskiej płacy sięgnął w Stanach Zjednoczonych prawie 55%, podczas, gdy w Europie Zachodniej było to średnio zaledwie kilkanaście procent (w Azji i Ameryce Południowej nieco ponad 20%). Wniosek jest taki, że Amerykanie zarabiają więcej, bo mogą – na większe, niż gdziekolwiek indziej zarobki pozwala im relatywnie duża ruchoma część płacy. Jednocześnie dominacja Stanów Zjednoczonych w dziedzinie wysokości menedżerskich wynagrodzeń sprawia, że to właśnie tam debata na ich temat jest najbardziej gorąca, a w rezultacie – jak wielokrotnie wcześniej – to często stamtąd rozpoczyna się dyfuzja na cały świat nowych rozwiązań będących reakcją na budzący kontrowersje obecny stan rzeczy w dziedzinie menedżerskich wynagrodzeń.

Konkretyzacją tych postulatów na niwie krajowej są zaproponowane przez MSP w kwietniu 2013 roku tzw. Dobre Praktyki w zakresie kształtowania wysokości i składników wynagrodzeń, w przypadku zawierania kontraktów menedżerskich z członkami zarządów wybranych spółek z udziałem Skarbu Państwa. Zgodnie z tymi wytycznymi, którymi będą mogły kierować się rady nadzorcze, wysokość kontraktu nie powinna odbiegać od średnich wynagrodzeń na rynku oraz składać się z części stałej (60%) i zmiennej (40%) (*MSP chce...*, 2013).

Problem rzeczywiście wydaje się być znacznie głębszy i ma prawdopodobnie charakter strukturalny. Duża ranga zmiennej części wynagrodzenia w łącznych dochodach top menedżerów ma sens, jeśli otoczenie jest stabilne i wyniki rzeczywiście da się przypisać talentom, pracowitości i sprawności decydentów. Tymczasem współczesne otoczenie jest globalne i bardzo turbulentne, co powoduje, że wyniki firmy są często słabo lub zupełnie niezwiązane z efektami pracy menedżerów. Paradoksalnie, może być więc tak, że

potwierdzony cytowanymi wcześniej badaniami relatywnie niski udział zmiennej części wynagrodzeń w największych polskich spółkach giełdowych jest raczej zaletą niż wadą³. Przy dużej zmienności otoczenia i obiektywnych trudnościach w przypisaniu przyrostu wartości akcji do działań menedżerów niższy udział części zmiennej jest mniej ryzykowny dla spółki i jej akcjonariuszy. Jeśli jednak zmienna część wynagrodzenia miałaby mieć większe znaczenie, to rekomendowanym rozwiązaniem jest wdrażanie systemów wynagradzania z premiami i nagrodami uznaniowymi, przyznawanymi przez rady nadzorcze po kompleksowej ocenie wyników spółki, sytuacji sektora i gospodarki, zdarzeń nadzwyczajnych (np. gwałtownych zmian cen, czy kursów walut). Jest to zdecydowanie lepsze rozwiązanie, niż tworzenie regulaminów premiowania i nagradzania zawierających algorytmy, które mogą skłaniać zarządzających do podejmowania niewłaściwych, a niekiedy wręcz patologicznych i skrajnie ryzykownych działań i decyzji.

5. Próba podsumowania i potrzeba dalszych poszukiwań nowego paradygmatu

W literaturze przedmiotu w licznych pracach zarządzanie wartością jest nadal przedstawiane jako wiodący nurt współczesnych nauk o zarządzaniu. Kluczowym problemem i wadą tej koncepcji jest to, co miało być jej zaletą: oparcie systemu na wycenie rynkowej. Zmienność rynków akcji będąca pochodną przynależnego tym rynkom wysokiego ryzyka, tudzież spekulacyjny przepływ kapitału w skali globalnej, a nawet celowe działania na rozchwianie rynków finansowych, powodują, że wycenę rynkową trudno uznać za obiektywny miernik wyników zarządu spółki. Stochastycznie rzecz biorąc, taki związek nie jest wcale oczywisty, co potwierdzają m.in. wyniki badań prowadzonych przez Merrill Lynch oraz M.A. Khana, N.H. Shaha i A. ur Rehmana (2012) (z badań Merrill Lynch przeprowadzonych już 1997 roku wynika, że ta korelacja jest ledwie śladowa. Najnowsze badania zrealizowane na pakistańskim rynku kapitałowym wykazały ujemną korelację pomiędzy *EVA* a stopą zwrotu z akcji). Nie ulega wątpliwości, że w krótkich okresach czasu zmienność cen akcji jest funkcją tak wielu czynników, że trudno tutaj o szukanie sensownych związków z efektami pracy zarządu. Jest to możliwe w średnim i długim okresie, aczkolwiek nawet w dłuższym horyzoncie czasowym mamy obiektywne i często silnie oddziaływujące czynniki zakłócające. Na przykład o zmianie cen akcji na przestrzeni kilku lat decyduje m.in. perspektywy sektora, w którym działa spółka. Jest to w większości przypadków czynnik niezależny od decyzji i sprawności zarządu.

Innym problemem, już na poziomie operacjonalizacji systemu zarządzania wartością, jest jego skomplikowanie i zbiurokratyzowanie oraz mnóstwo szczegółowych kwestii metodycznych, organizacyjnych i realizacyjnych. W artykule L. Pietrewicza (2008, s. 83–88)

³ Problem braku właściwych relacji pomiędzy wynikami spółek a wynagrodzeniami czołowych menedżerów był w polskiej literaturze obecny już od dawna (Mączyńska, Zawadzki, 1999).

poddano ocenie praktykę zarządzania wartością (*VBM*). Analizowano dwa obszary potencjalnych słabości *VBM*: obszar wdrożeń i efekty funkcjonowania *VBM* w firmie. Wyniki pokazują szereg słabości *VBM*. Do najważniejszych problemów w obszarze wdrażania zaliczono niemożność obiektywnego określenia najlepszej miary wartości i techniczne trudności implementacji miar (związane np. z określeniem kosztu kapitału i wysokości zaangażowanego kapitału), zwłaszcza na poziomie wydziałów. W obszarze efektów stosowania *VBM* główne słabości to krótkowzroczność i orientacja na efektywność kosztem kreatywności, prowadzące do pogorszenia efektywności w długim okresie.

I kolejna fundamentalna wada: nie znając przyszłości, z definicji nie jesteśmy w stanie optymalizować naszych decyzji w oparciu o kryterium maksymalizacji wartości bieżącej przepływów pieniężnych netto. Znamy jedynie oczekiwaną rentowność aktualnie rozpatrywanych projektów (które też są obciążone ryzykiem), ale nie wiemy, kiedy i jakie okazje inwestycyjne pojawią się w przyszłości.

Kryzys globalny wywołał eksplozję dyskusji na temat dysfunkcji sektora finansowego. Problematyka ta jest przedmiotem licznych publikacji, w których wskazuje się, że liberalizacja przepisów, finansowe innowacje, zniesienie kontroli kapitału i globalizacja systemu finansowego sprawiają, że sektor ten rozrósł się do ogromnych, nieuzasadnionych rozmiarów. Ostrzeżenia na ten temat były formułowane także wcześniej (Mączyńska, 2011). Już w 1936 roku John M. Keynes (2003) niemalże proroczo oceniał, że „W miarę ulepszania organizacji rynków pojawia się istotne niebezpieczeństwo, że spekulacja weźmie górę nad przedsiębiorczością. Speculanci mogą być nieszkodliwi, gdy są niczym piana na spokojnych wodach przedsiębiorczości. Ale sytuacja staje się poważna, gdy przedsiębiorczość poczyna być pianą na wirze spekulacji”. Ten kierunek przemian sprawia, że, *sluga staje się panem* (Mączyńska, 2011). Z kolei S. Kasiewicz (2009) zwraca uwagę na istotne słabości koncepcji zarządzania wartością i wymienia trzy główne uwarunkowania, które jego zdaniem przyczyniły się do kryzysu finansowego z 2008 roku:

- wpływ procesów postępującej globalizacji, implikujących wielokierunkowe zmiany w zakresie funkcjonowania i rozwoju rynków oraz działających na nich podmiotów,
- agresywność systemów motywacyjnych stanowiących kluczowy składnik systemu zarządzania wartością,
- brak integracji pomiędzy koncepcją zarządzania wartością, a koncepcją zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie.

Koncepcja zarządzania wartością jest stosunkowo nowa, wywarła jednak znaczący wpływ na zmianę paradygmatu zarządzania i rozwój współczesnych przedsiębiorstw – szczególnie dużych korporacji międzynarodowych, amerykańskich i z innych krajów rozwiniętych. Koncepcja ta ma również swoje wady, ograniczenia i pułapki. Teza, że niewłaściwe zastosowanie *VBM* było jedną z przyczyn problemów finansowych, które dotknęły liczne firmy zachodnie (np. Enron, Worldcom, Parmalat) wydaje się być prawdziwa. Menedżerowie podejmowali ogromne ryzyko kosztem właścicieli (hazard moralny), a wobec przytłaczających ich spółki problemów uciekali się często do manipulacji księgowych.

Nie ulega wątpliwości, że dyskusja na temat możliwości zastosowania i przydatności zarządzania wartością i różnych mierników związanych z tworzeniem wartości, będzie kontynuowana w świetle nadal obowiązującego prowartościowego paradygmatu nauk o zarządzaniu i równocześnie nasilającej się krytyki i kontestowania jego podstawowych elementów (Jaki, 2012).

Literatura

- Borowiecki, R. (red.) (2009). *Pomiar i ocena procesów kreowania wartości w badaniu efektywności przedsiębiorstwa* (s. 96–105). Kraków: Wydawnictwo Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1990). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons.
- Cwynar, A. (2012). *Wynagrodzenia menedżerów: fakty i mity*. Pobrano z: <http://biznes.pl/magazyny/manager/statystyka/wynagrodzenia-menedzerow-fakty-i-mity,5113925,magazyn-detal.html> (23.01.2018).
- Cwynar, A., Cwynar, W. (2002). *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. New York: Wiley & Sons.
- Jaki, A. (2011). System zarządzania wartością przedsiębiorstwa. W: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Jaki, A. (2012). *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Jakubcova, M., Fedorova, A. (2012). Implementation of EVA indicator in value based remuneration system in small and medium-sized enterprises. *Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., LX, No. 4*.
- Kasiewicz, S. (2009). Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego. *Finansowanie Nieruchomości, 20*.
- Keynes, J.M. (2003). *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Khan, M.A., Shah, N.H., ur Rehman, A. (2012). *The Relationship between Stock Return and Economic Value Added (EVA): A Review of KSE-100 Index*. Pobrano z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1992209 (23.01.2018).
- Knight, A. (1998). *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*. New York: McGraw-Hill.
- Mączyńska, E. (2011). Gdy sługa staje się panem, czyli dysfunkcje pomiaru wartości biznesu i wyników działalności gospodarczej. W: D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Mączyńska, E., Zawadzki, M. (1999). Wartość przedsiębiorstwa a wynagrodzenia menedżerów. *Nasz Rynek Kapitałowy, 10*.
- Marcinkowska, M. (2000). *Kształtowanie wartości firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- MSP chce, by wynagrodzenia menedżerów w części zależały od wyników i realizacji inwestycji*. Pobrano z: <http://finanse.wp.pl/kat,7069,title,MSP-chce-by-wynagrodzenia-menedzerow-w-czesci-zalezaly-od-wynikow-i-realizacji-inwestycji,wid,15464335,wiadomosc.html?icaid=110ff8> (23.01.2018).
- Olsen, E. (2002). *New Directions in Value Management*. The Boston Consulting Group, Inc.
- Pietrewicz, L. (2008). Pułapki zarządzania wartością, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa, 2*.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*. New York: The Free Press.
- Rappaport, A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*. Warszawa: WIG-Press.
- Rogowski, W. (2013). *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki*. Warszawa: Oficyna Wolters Kluwer Polska.
- Starovic, D., Cooper, S., Davis, M. (2004). *Maximising Shareholder Value. Achieving clarity in decision-making*. London: CIMA.
- Stewart, G.B., III (1991). The Quest for Value. A Guide for Senior Managers. *Harper-Business*.
- Treynor, J.T. (1981). The Financial Objective in the Widely Held Corporation. *Financial Analysts Journal*.

- Wynagrodzenia największych spółek giełdowych w 2012 roku. Czy giełda popłaca? (2013). Pobrano z: http://www.pwc.pl/pl/biuro-prasowe/assets/pwc_prezentacja_wynagrodzenia_czlonkow_zarzadu.pdf (23.01.2018).
- Young, S.D., O'Byrne, S.F. (2001). *EVA and Value Based Management. A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.
- Zarzecki, D. (1997). *Metody oceny efektywności inwestycji – wybrane zagadnienia*. Szczecin: Interbook.

VALUE BASED MANAGEMENT IN THE LARGEST COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract: *Purpose* – The aim of this paper to determine how familiar Polish companies are with the Value Based Management (VBM) concept.

Design/methodology/approach – The paper presents an essence of the Value Base Management concept and discusses the key advantages and drawbacks of implementing the VBM system. Next, the key findings of a questionnaire review carried out in 2013 among the group of the biggest public companies in Poland have been presented. Linkage between value creation and remuneration of top managers has been examined. Finally, the major challenges facing implementation and application of the Value Based Management concept have been deliberated.

Findings – This research into how familiar managers are with the VBM concept and whether they apply it in practice and/or intend to introduce it, reveals that – among the largest Polish listed companies – the value-based paradigm of management is a reality. It is more than a mere suggestion made by the theory and expected to be put to practice; still, declarations of using the VBM concept would require further in-depth verification – preferably as individual case studies.

Originality/value – This paper takes a new look at knowledge about VBM concept among top managers representing the biggest Polish public companies.

Keywords: business valuation; Value Based Management; management paradigm

Cytowanie

- Zarzecki, D. (2017). Value Based Management w największych spółkach notowanych na GPW w Warszawie. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2), 219–230. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-16.