

Tadeusz Dudycz, Piotr Szymański

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

CELOWOŚĆ I EFEKTYWNOŚĆ KONCEPCJI ZARZĄDZANIA WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA (VBM)

1. Wstęp

Do podstawowych funkcji przedsiębiorstwa zalicza się [Brohawn]: łączenie, organizowanie i maksymalizowanie skuteczności pracy i kapitału w procesie produkcji i dystrybucji towarów i usług, maksymalizację korzyści dla właścicieli, izolowanie osobistych aktywów właścicieli od ryzyka działalności gospodarczej. Realizacja tych funkcji uzależniona jest od bezproblemowego współdziałania podmiotów związanych z przedsiębiorstwem, którzy mają odmienne oczekiwania względem przedsiębiorstwa. Spowodowało to, że na przestrzeni lat pojawiło się wiele koncepcji definiujących główny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa, a tym samym i kolejność spełniania oczekiwań poszczególnych podmiotów (interesariuszy). Do najważniejszych koncepcji należy zaliczyć: teorie neoklasyczną, menedżerskie teorie firmy, teorie behawioralne.

Według teorii neoklasycznej, celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku, którego warunkiem jest zrównanie kosztów krańcowych z przychodem krańcowym¹. Teoria neoklasyczna spotkała się jednak z zastrzeżeniami, co skutkowało pojawieniem się wielu teorii alternatywnych, np. menedżerskich teorii firm czy też teorii behawioralnych. Teorie menedżerskie jako nadrzędny cel przedsiębiorstwa stawiają: maksymalizację sprzedaży, maksymalizację użyteczności dla menedżerów, maksymalizację wzrostu – powiększanie aktywów przedsiębiorstwa. W teorii behawioralnej można natomiast wyróżnić dwa nurty z punktu widzenia celu funkcjonowania przedsiębiorstwa. Pierwszy z nich głosi, że celem przedsiębiorstwa jest osiągnięcie minimalnego zysku, jaki satysfakcjonowałby właścicieli. Drugi przyj-

¹ W praktyce cel ten jest rozumiany w sposób uproszczony, maksymalizowany jest bowiem zysk księgowy, a nie ekonomiczny.

muje, że w związku z tym, iż w przedsiębiorstwie funkcjonuje wiele grup o różnych celach, których nie można maksymalizować równocześnie, można mówić o „wiązce celów”, jaką powinno osiągać przedsiębiorstwo (zob. [Cyert, March 1992] za [Gruszecki 2002, s. 187]).

Obecnie bardzo popularnym celem istnienia przedsiębiorstw, szczególnie w świecie nauki finansów, jest powiększanie jego wartości, a przez to zwiększanie wartości dla jego właścicieli [Waśniewski, Skoczylas 2002, s. 373; Helfert 2004, s. 21; Siudak 2001, s. 5; Michalski 2000, s. 15; Brigham, Gapenski 2000, s. 44]. Cel ten jest głównym hasłem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa – VBM (*value based management*). Koncepcja ta, mimo iż jest jedną z najmłodszych, zdobywa sobie dużą popularność, a jej główną ideą jest maksymalizowanie wartości właścicieli. Jej główny cel, polegający na maksymalizowaniu wartości dla właścicieli, jest przez wielu oponentów krytykowany jako prymitywny, jednak koncepcja ta powraca do „niewidzialnej ręki rynku” Adama Smitha, który twierdził, że „każdy podmiot stara się jak tylko może użyć swego kapitału w wytwórczości oraz tak pokierować tą wytwórczością, aby jej produkt miał możliwie najwyższą wartość. Kierujący się tą przesłanką ma na myśli tylko swój własny interes, jednak jakaś niewidzialna ręka sprawia, że osiąga cele przez siebie nie zamierzone”. Podobnie twierdzą propagatorzy tej koncepcji: pozornie dążąc do korzyści dla tylko jednej grupy, osiąga się również niezamierzone pozytywne efekty społeczne.

Celem artykułu jest przedyskutowanie determinant mających wpływ na celowość wdrażania tej koncepcji w praktyce oraz omówienie przyczyn niepowodzeń jej wdrażania.

2. Determinanty celowości stosowania koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Wspominając o celowości koncepcji VBM nie sposób nie przytoczyć słów klasyka zarządzania Petera Druckera: „Dotychczas twierdzenie, że przedsiębiorstwa, a w szczególności duże korporacje, powinny być zarządzane wyłącznie i przede wszystkim w interesie ich udziałowców nigdzie nie było zbyt popularne. W Stanach Zjednoczonych, od końca lat 20., przeważające, chociaż niejasno sprecyzowane twierdzenie mówiło, że przedsiębiorstwo powinno być zarządzane dla wspólnej korzyści klientów, pracowników, udziałowców itd. – co w rzeczywistości oznaczało, że nie powinno być ono komukolwiek podporządkowane. Podobne założenia przyjmowano w Wielkiej Brytanii. W Japonii, Niemczech i Skandynawii cel, jaki przyświeca działalności dużych przedsiębiorstw, był i nadal jest postrzegany w kategorii stworzenia i utrzymania społecznej harmonii, co faktycznie oznacza, że działalności przedsiębiorstwa prowadzona jest w interesie pracowników. Te tradycyjne poglądy nie są już obecnie aktualne, wymagają zweryfikowania.” [Drucker 2000, s. 60].

Próbując uzasadnić powyższe twierdzenie, zastanówmy się, dlaczego te tradycyjne poglądy wymagają zweryfikowania i komu szczególnie na tym zależy? Główny impuls do powstania tej koncepcji wypłynął z funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. To one pierwsze zaczęły protestować, że niedbanie o interes udziałowców uderza w całe społeczeństwo. To te fundusze, nie będąc właścicielem przedsiębiorstw *sensu stricto*, a jedynie właścicielem zastępczym, jako pierwsze domagały się zadbania o interes właścicieli przedsiębiorstwa. Dlaczego robią to fundusze emerytalne? Gdyż od wzrostu wartości jednostek uczestnictwa uzależnione jest, ile pozyskają kapitału, którym będą zarządzać, a praktyka pokazuje również, że inwestorzy instytucjonalni stają się dominującymi uczestnikami rynku giełdowego. Na przykład pod koniec lipca 2005 r. na całym świecie było 55 920 funduszy inwestycyjnych dysponujących aktywami, których wartość w rok wzrosła o 13,7% do poziomu 13,6 bln euro. Wśród funduszy inwestycyjnych najwięcej jest funduszy akcji – 41%, także najwięcej aktywów funduszy ulokowanych jest w akcjach – 5,9 bln euro².

Także rozproszeni drobni inwestorzy, którzy może nie określali dotychczas swoich oczekiwań werbalnie, kierując swoje pieniądze tam, gdzie zarabiali najwięcej, bez uwzględniania innych aspektów inwestowania, dawali w ten sposób wyraz swoim oczekiwaniom. Pomagał im w tym błyskawiczny postęp technologii informatycznych, dzięki któremu nie tylko mogli oni penetrować nowe obszary inwestowania, ale także błyskawicznie dokonywać transakcji. Dodatkowo niemałą rolę w tym procesie odegrały tendencja do tworzenia dużych organizacji gospodarczych typu UE i rozluźnienie przepisów ograniczających przepływ kapitału. Świat staje się globalną wioską. Coraz częściej i w coraz większym stopniu zarówno pieniądze, jak i produkt mają postać wirtualną (elektroniczny bajt). Krążą one z błyskawiczną prędkością po całym globie. Rozpoczyna się wyścig, aby zatrzymać jak największą ilość tego pieniądza w danym kraju. Wydaje się, że zatrzymanie go w jakimś obszarze jest możliwe tylko przy zapewnieniu mu jak najlepszego zarobku. Są to oczywiście przejawy postępującej globalizacji i chociaż nie we wszystkich krajach globalizacja postępuje w jednakowym tempie, to nawet w tych krajach, które w niej bezpośrednio nie uczestniczą, są odczuwane jej skutki.

Globalizacja oznacza, że przepływ dóbr, usług, kapitału, technologii i ludzi pokrywa cały świat (odbywa się w całym świecie), państwa zaś są otwarte na wzajemne kontakty. Dziś można mówić jedynie o procesie postępującej globalizacji, istnieje bowiem jeszcze wiele ograniczeń między państwami. Niemniej jednak coraz więcej polskich przedsiębiorstw ma klientów zagranicznych i jest klientami firm globalnych, co potwierdza wzrost eksportu i importu w ostatnich latach.

Świat przed globalizacją można porównać do frontu zachodniego z pierwszych miesięcy II wojny światowej. Przedsiębiorstwa uczestniczące w wymianie między-

² Reuters. Fri Nov 25, 2005 8:31 AM GMT. <http://www.reuters.com>.

narodowej pod pretekstem barier celnych państw, w których działały, udawały, że ze sobą konkurują. Postępująca globalizacja to natomiast „wojna” na wielu nowych frontach oraz „wojna domowa” jednocześnie. Jeżeli proces globalizacji będzie kontynuowany, to przetrwają tylko te przedsiębiorstwa, które nie tylko tworzą wartość dla klientów, pracowników, ale także tworzą wartość dla właścicieli.

3. Celowości stosowania koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Oczekiwania inwestorów instytucjonalnych nie pozostają bez echa. To one, mając dużą siłę w radach nadzorczych, zaczęły wywierać presję na zarządy spółek, aby te bardziej dbały o interes właścicieli. Właśnie w wyniku tej presji oraz za sprawą takich ludzi, jak A. Rapaport została stworzona koncepcja VBM. Próbując określić datę powstania tej koncepcji, przyjmuje się rok 1986 – czas wydania książki A. Rappaporta *Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*. Określił on w niej główne czynniki decydujące o wartości przedsiębiorstwa oraz główne kierunki działań w celu zapewnienia wzrostu wartości. Pierwsze głośne sukcesy i słynne twierdzenie R. Giuzety, dyrektora Coca Coli, odnoszące się do EVA i mówiące, że „to jest sposób by kontrolować spółkę. Jest dla mnie tajemnicą dlaczego inni nie używają jej” [*The Real Key...* 1993] spopularyzowało koncepcję jako niezawodną drogę do zwiększania wartości dla udziałowców. Okazało się jednak, że jej realizacja wywołuje wiele problemów np. z zasilaniem informacyjnym. Uwidoczniły się wówczas niedociągnięcia tradycyjnej księgowości, która nie jest przyjazna dla procesu monitorowania wartości. Pojawiła się także potrzeba opracowania mierników, które pozwalałyby na bieżąco śledzić stopień osiągnięcia celu głównego. Skwapliwie skorzystały z niej firmy konsultingowe. Opracowane, głównie przez firmy konsultingowe, mierniki zaczęły być reklamowane przez nie jako cudowne i niezawodne narzędzia zwiększania wartości.

Koncepcja VBM oznacza zarządzanie stawiające w centrum uwagi wartość przedsiębiorstwa. Inaczej można ją zdefiniować jako system zarządzania zawierający narzędzia i procedury podejmowania strategicznych i operacyjnych decyzji, mających na celu wzrost wartości przedsiębiorstwa i pomnażania bogactwa jego właścicieli [*Strategia wzrostu...* 2002, s. 15]. W efekcie celem wszystkich podejmowanych w przedsiębiorstwie decyzji jest maksymalizacja jego wartości rynkowej, która ma prowadzić do zwiększenia stanu posiadania jego właścicieli. Koncepcja ta popularyzuje jeden nadrzędny cel, co pozwala wyklarować pomiar efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa, na jego podstawie budować systemy motywacyjne zarówno dla zarządów, jak i pozostałych pracowników, integrując całą załogę wokół jednej idei. Koncepcja VBM sprawia, że wszystkie funkcje

przedsiębiorstwa skupiają się wokół procesu tworzenia wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa.

Taka wizja przedsiębiorstwa spotkała się z uznaniem praktyki gospodarczej na świecie. Potwierdzeniem tego są m.in. badania Price Waterhouse pokazujące, że aż 93% szefów dużych przedsiębiorstw amerykańskich uznaje wzrost wartości dla akcjonariuszy za swój największy priorytet [Jeżak 1998, s. 285]. Jakkolwiek w Polsce nie ma się do czynienia z tak wielkim entuzjazmem dotyczącym VBB, jednak wzrost zainteresowania tą koncepcją jest wyraźnie widoczny. Na przykład badania przeprowadzone w 2003 r. przez Cap Gemini na grupie 289 polskich przedsiębiorstw pokazują, że 34% przedsiębiorstw słyszało o koncepcji VBM, 43% niewiele o niej słyszało, a 18% nie zna tej koncepcji. Wśród tych przedsiębiorstw, które słyszały o tej koncepcji, 74% uważa, że byłaby ona pomocna w zarządzaniu przedsiębiorstwem, jedynie 2% uważa ją za nieprzydatną. Opinie te wskazują na dobre perspektywy dla tej koncepcji w najbliższych latach [*Zarządzanie wartością...* 2003]. Gorsze wyniki w przypadku polskich przedsiębiorstw uzyskał w tym względzie J. Lichtarski. Według niego jedynie 10% przedsiębiorstw uznało, że koncepcja zarządzania wartością w największym stopniu odpowiada potrzebom i możliwościom efektywnego doskonalenia zarządzania w praktyce gospodarczej [Lichtarski, w druku].

Firmy, które efektywnie wdrożyły tę koncepcję, a należą do nich np. Cadbury, Dow Chemical, Siemens, Nokia, osiągnęły zakładany wzrost wartości, ale podkreślają, że koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa pozwoliła przede wszystkim uświadomić [Haspeslagh, Noda, Boulos 2003, s. 103-112]:

- które obszary działalności są efektywne, a które nie,
- pracownikom, że z kapitałem wiążą się koszty,
- kadrze kierowniczej, że ich decyzje mają określone konsekwencje dla wartości aktywów i pasywów firmy,
- że zasoby nie zawsze były przydzielane efektywnie,
- że wiele jednostek, które miały zyski, nie pokrywało kosztu kapitału,
- słabość komunikacji między centralą a jednostkami operacyjnymi,
- że ważne decyzje były podejmowane bez gruntownej analizy,
- że planowanie strategiczne było oderwane od rzeczywistości,
- że kultura organizacyjna charakteryzowała się wygodnictwem i nadmiernym samozadowoleniem pracowników,
- że w podejmowaniu decyzji więcej było polityki i emocji niż racjonalności,
- że pracownicy nie byli wystarczająco przedsiębiorczy,
- że podejmowanie i wprowadzanie w życie decyzji zabierało zbyt wiele czasu.

Dodać należy, że nie we wszystkich przedsiębiorstwach ten zakładany wzrost wartości został osiągnięty, co oczywiście rodziło frustrację i przyczyniło się do zaniechania jej realizacji. Do najgłośniejszych przypadków można zaliczyć AT&T.

W związku z tym zasadne jest zastanowienie się nad celowością tworzenia i rozwijania koncepcji VBM. Odpowiedź brzmi: głównie po to, aby przedsiębiorstwa uświadomiły sobie, że wynagradzanie dostawcy kapitału umożliwia utrzymanie dotychczasowych i pozyskiwanie nowych źródeł finansowania. Koncepcja ta także uzmysławia przedsiębiorstwom, że dotychczasowe metody pomiaru efektywności przedsiębiorstwa nie odzwierciedlają rzeczywistych korzyści z gospodarowania.

4. Skuteczność wdrożeń koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Szukając nadrzędnego powodu, dla którego nie wszystkie wdrożenia kończą się sukcesem, autorzy stawiają tezę, że jest nim wielki biznes, jakim stało się wdrażanie tej koncepcji. Jak już wcześniej wspomniano, na potrzeby koncepcji stworzono wiele mierników. I co jest bardzo istotne – były one produktami firm konsultingowych, które z niespotykaną wcześniej agresywnością i z nakładem środków rozpoczęły kampanię reklamową, tworząc iluzję, że wdrożenie jednego miernika jest panaceum na wszystkie bolączki przedsiębiorstwa. Kampania reklamowa strywalizowała proces kreowania wartości do implementacji kilku mierników, pomijając wiele problemów związanych z przedsiębiorstwem. Niektóre przedsiębiorstwa były przekonane, że aby zwiększyć wartość rynkową przedsiębiorstwa, wystarczy przebudować system księgowy i stworzyć wskaźniki oceny pracowników przy pomocy firm konsultingowych. Z tych właśnie powodów doniesienia prasowe z ostatnich lat pokazują, że prawie połowa przedsiębiorstw, które przyjęły tę koncepcję, osiągnęły mierne wyniki. Część z nich po kilku latach powróciło do tradycyjnych miar efektywności. W badaniach, które przeprowadzili P. Haspeslagh, T. Noda i F. Boulos, na przedsiębiorstwach z całego świata o sprzedaży powyżej 2 mld dolarów, z 271 firm, które odpowiedziały na ich zaproszenie do badań, 117 formalnie wdrożyło tę koncepcję [Haspeslagh, Noda, Boulos 2003, s. 103-112]. Z badań tych wynika, że zastosowanie tej metody w praktyce jest dużo bardziej skomplikowane i wymaga o wiele więcej cierpliwości, czasu i pieniędzy niż przedstawiają to niektórzy jej propagatorzy. Aby wdrożyć tę koncepcję z sukcesem, nie wystarczy zmienić kryterium efektywności z tradycyjnych, opartych na zysku księgowym na jeden z mierników wartości. Niewystarczające jest też powiązanie wynagrodzeń z założonymi celami mierzonymi tymi wskaźnikami. Należy zrobić dużo więcej. Trzeba wytłumaczyć pracownikom logikę tej koncepcji i pokazać im, że każde ich działanie ma określone konsekwencje dla wartości przedsiębiorstwa. Skuteczne wdrożenie omawianej koncepcji wymaga bowiem fundamentalnych zmian w kulturze korporacyjnej przedsiębiorstwa. Praktycy przestrzegają, że ze wszystkich stron należy spodziewać się oporu przed wprowadzeniem zmian. Przeprowadzający te badania odkryli, że istnieje wiele podobieństw między przedsię-

biorstwami, które z sukcesem wdrożyły koncepcję VBM. W podejściu tym można wyróżnić następujące elementy [Haspeslagh, Noda, Boulos 2003, s. 103-112]:

- publiczne zobowiązanie się do podnoszenia wartości dla właścicieli,
- szkolenia pracowników na różnych szczeblach,
- szeroko zakrojone programy motywacyjne z jednoczesnym przekazaniem większych uprawnień i odpowiedzialności pracownikom,
- wprowadzenie zmian organizacyjnych, które pozwolą zwiększyć kompetencje pracowników,
- podjęcie działań wykraczających poza aspekty finansowe.

Jednym z najczęściej popełnianych błędów jest obawa przed publicznym zadeklarowaniem celów, jakie przyświecają przedsiębiorstwu. Badania wskazują [Haspeslagh, Noda, Boulos 2003, s. 103-112], że podejście do zobowiązań wobec właścicieli jest uzależnione od czynników kulturowych. Firmy europejskie i azjatyckie, ze względu na „polityczną poprawność” i reakcję rządów oraz związków zawodowych, obawiają się otwarcie zobowiązywać wobec właścicieli. Konsekwencją tego może być popełnianie innych błędów, takich jak próba realizacji kilku celów równocześnie, aby wszyscy interesariusze byli usatysfakcjonowani, lub też takich, które pozornie pozwalają zintegrować tę wiązkę celów. Przykładem może tu być dążenie do zwiększenia wielkości firmy, co nie jest równoważne ze wzrostem jej wartości.

Skuteczne wdrożenie VBM wymaga przekonania pracowników do tej koncepcji. Cytowane badania wskazują, że 62% przedsiębiorstw, które odniosły sukces, we wdrażaniu programu przeszkoliło ponad 75% kadry menadżerskiej, podczas gdy w przedsiębiorstwach, w których program zakończył się niepowodzeniem, jedynie 27% przeszkoliło tak dużą część kadry kierowniczej. Aby zwiększyć wiarygodność programu w oczach pracowników i ograniczyć koszty wdrożenia, wykorzystano firmy konsultingowe na etapie szkolenia najwyższego kierownictwa. Następnie te przeszkolone kadry zostały wykorzystane do szkoleń na niższych szczeblach. Badania pokazują również, że dużo lepsze efekty można uzyskać, oferując szerokie – obejmujące jak największą liczbę pracowników – programy motywacyjne, niż oferując programy ukierunkowane tylko na kierownictwo najwyższego szczebla. W Cadbury, poza powiązaniem znacznej części wynagrodzeń z efektywnością przedsiębiorstwa, zobowiązano kierownictwo do nabywania akcji firmy proporcjonalnie do zajmowanego stanowiska i wysokości wynagrodzenia. Oczekuje się, że kierownictwo najwyższego szczebla będzie miało akcje o wartości czterokrotnej pensji, a pozostali menadżerowie – o wartości dwukrotnej pensji. Pozostałym pracownikom oferowane są programy wykupu akcji.

Do przyczyn niepowodzeń we wdrażaniu koncepcji VBM można zaliczyć [Haspeslagh, Noda, Boulos 2003]:

- brak konsekwencji w określaniu celów firmy (rozbieżności w zakresie celów prezentowanych załodze i innym interesariuszom),

- zbyt koncentrowanie się na miernikach wartości zamiast na czynnikach wartości (*value drivers*),
- uzależnianie premii motywacyjnej od wielu czynników nie związanych z wartością przedsiębiorstwa,
- zbyt mało szkoleń skierowanych do pracowników objaśniających przyczyny przeprowadzonych zmian i kierunki, do których zmierza firma,
- stosowanie pozamerytorycznych kryteriów oceny nowych inwestycji,
- niedostateczne zidentyfikowanie czynników wartości lub ich brak,
- brak spójności między procesem budżetowania i planowania strategicznego i operacyjnego,
- podejmowanie decyzji na podstawie niepełnych danych w związku z dysponowaniem zbyt starymi rozwiązaniami informatycznymi lub wieloma niespójnymi programami komputerowymi.

Podstawową korzyścią dla przedsiębiorstw, wynikającą ze wdrożenia VBM, jest to, że mogą one prawidłowo oceniać efektywność przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia tej koncepcji tradycyjne metody pomiaru efektywności przedsiębiorstwa były bowiem błędne i nie uwzględniały wszystkich czynników.

5. Podsumowanie

Dyrektorzy przedsiębiorstw, podobnie jak inni ludzie, dzielą się na tych, którzy łakną nowości, i tych, którzy ich unikają. Mimo różnych przytoczonych w niniejszym opracowaniu poglądów i doświadczeń praktycznych, uważamy, że ta koncepcja ma przed sobą przyszłość, gdyż w swojej ogólnej logice powraca do idei gospodarowania, której sensem jest chęć osiągania korzyści, głęboko zakorzeniona w ludzkiej psychice. Można powiedzieć, że tak naprawdę nie wprowadza ona niczego nowego do logiki funkcjonowania przedsiębiorstwa, a jedynie powraca do tego, co zostało zapomniane, „zagubione” w trakcie rozwoju przedsiębiorstw i związanego z tym spopularyzowania księgowego sposobu oceny efektywności czy też oderwania funkcji właścicielskich od funkcji zarządczych. Ta koncepcja ma w sobie coś innego niż pozostałe. Jak sygnalizowali autorzy we wcześniejszych publikacjach [Dudycz, Szymański 2002, s. 59-68; 2004, s. 235-244], koncepcja ta nie jest konkurencyjna czy też alternatywna dla innych, jest bowiem koncepcją innego rodzaju. Przez inne spojrzenie na efektywność przedsiębiorstwa integruje inne koncepcje zarządzania wokół jednego celu. Autorzy sygnalizują, że w praktyce odbierana jest ona w sposób strywalizowany i często utożsamiana jest jedynie z miernikami finansowymi, jednak wchodzi ona głęboko w strukturę przedsiębiorstwa, dotykając wszystkich jego aspektów, nie burząc przy tym, tego, co tam jest, a jedynie porządkując to, strukturalizując i kierunkując. Silnym atutem tej koncepcji jest to, że obejmuje ona wszystkich pracowników, a jej realizacja nie jest

sprawą tylko zarządu, a wszystkich pracowników. Stąd tak ważna podczas jej realizacji jest budowa odpowiednich systemów motywacyjnych.

Jak starano się pokazać w niniejszym opracowaniu, do głównych przyczyn niepowodzeń tej koncepcji należy powierzchowność jej wdrażania i trywializacja jej założeń.

Literatura

- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Brohawn D.K., *Value-Based Management: A Framework for Equity and Efficiency in the Workplace*, <http://www.cesj.org/vbm/articles-vbm/cwp-vbm.htm>.
- Cyert R.M., March J.G., *A Behavioural Theory of the Firm*, Blackwell Business, Cambridge 1992.
- Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Drucker P.F., *Zarządzanie w XXI wieku*, Muza, Warszawa 2000.
- Dudyc T., Szymański P., *Integracyjny charakter koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 928, AE, Wrocław 2002.
- Dudyc T., Szymański P., *Praktyczne problemy stosowania koncepcji zarządzania wartością – VBM*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią a praktyką*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1014, AE, Wrocław 2004.
- Haspelagh P., Noda T., Boulos F., *Zarządzanie wartością firmy to nie tylko sprawa liczb*, „Harvard Business Review Polska” lipiec 2003.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
<http://www.pl.cgey.com/services/vbm.shtml>.
<http://www.reters.com>.
- Jeżak J., *Zarządzanie zorientowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – koncepcje przekrojowe*, red. H. Jagoda, J. Lichtarski, materiały konferencyjne Wrocław 1998.
- Lichtarski J., *Stosowanie dorobku nauk o zarządzaniu w praktyce gospodarczej w opiniach przedsiębiorców i menedżerów. Kierunki, celowość, skuteczność*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu (w druku).
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2000.
- Rapaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 2000.
- Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
- Strategia wzrostu wartości firmy*, red. A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2002.
- The Real Key to Creating Wealth*, „Fortune”, 20 september 1993.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Zarządzanie wartością firmy (VBM). Wyniki badania ankietowego*, Cap Gemini Ernst & Young, Instytut Zarządzania, Warszawa, październik 2003, <http://www.pl.cgey.com/services/vbm.shtml>.

VALUE-BASED MANAGEMENT – APPROPRIATENESS AND EFFECTIVENESS

Summary

Value-based management programs in practice focus too much on measurement and too little on management activities that create shareholder value. It makes these programs seem to be simple. Results from research reveal that putting VBM to practice is far more complicated than many of its proponents make it out to be. Therefore the authors show real effects of VBM for enterprises, point at main activities which are necessary to get results and also indicate typical problems with implementation of this conception.