

**Maciej Czarnecki**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ W POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH – MIT CZY FAKT?

---

**Streszczenie:** Autor poszukuje odpowiedzi na pytanie dotyczące zakresu kreacji wartości dla właścicieli przez polskie przedsiębiorstwa na podstawie analiz i zestawień z ostatnich dziesięciu lat. Następnie krótko przedstawia wyniki badania dotyczącego znajomości koncepcji zarządzania przez wartość wśród polskich menedżerów oraz badań dotyczących systemowego podejścia do zarządzania wartością w przedsiębiorstwach Dolnego Śląska. Artykuł zakończony jest podsumowaniem rozważań w nim zawartych oraz konkluzją dotyczącą wpływu koncepcji zarządzania przez wartość na praktykę zarządzania.

**Słowa kluczowe:** wartość przedsiębiorstwa, zarządzanie wartością, wskaźniki wartości.

### 1. Wstęp

Pierwsze wdrożenia systemów zarządzania przez wartość w przedsiębiorstwach miały miejsce w Stanach Zjednoczonych w latach 90. W ostatnich latach zarządzaniu przez wartość poświęcono wiele opracowań, dużo mówi się o tej tematyce wśród praktyków życia gospodarczego. Czym innym jednak jest często słyszana deklaracja przywiązania do wartości dla właścicieli, czym innym zaś rzeczywiste zorientowanie systemów zarządzania na wzrost wartości. Celem niniejszego artykułu jest krótka refleksja na temat zarządzania przez wartość w polskich przedsiębiorstwach.

### 2. Pojęcie polskiego przedsiębiorstwa

W czasach globalizacji, rozwiniętych rynków kapitałowych i zaniku granic dla kapitału większości produktów oraz części usług coraz trudniej zdefiniować termin „polskie” („niemieckie”, „holenderskie” itd.) przedsiębiorstwo. Jako „polskie” można np. rozumieć przedsiębiorstwo, które spełnia następujące kryteria: jest własnością polskich podmiotów, jest zarejestrowane, ma główną siedzibę w Polsce oraz prowadzi tam dużą część działalności. Ujęcie takie zawiera jednak pewne zapętlenie – należałoby zdefiniować, czym jest polski podmiot, które to pojęcie jest zbliżone do pojęcia definiowanego. Ponadto trudno nieraz ustalić, kim są właściciele akcji spółki akcyjnej; dodatkowo mogą się oni szybko zmieniać. W ujęciu takim polskie

przedsiębiorstwo dokapitalizowane przez fundusz wysokiego ryzyka, który przejmie w spółce znaczny pakiet udziałów lub akcji, przestanie być polskie, pomimo że jego siedziba, przedmiot działalności, pracownicy itd. nie zmienia się. Z powodów tych kryterium własności dla zdefiniowania „polskiego przedsiębiorstwa” w niniejszym artykule odrzucono. Podobnego rodzaju dylematy powstają, jeśli przyjąć za kryterium kraj, w którym odbywa się (przynajmniej w znacznym stopniu) działalność, rozumiana jako realizacja głównych procesów produkcyjnych lub usługowych. Czy np. usługowa firma budowlana, która zacznie realizować kontrakty budowlane głównie za granicą, przestanie być firmą polską? W świetle przedstawionych wątpliwości, dla celów wyводу zawartego w niniejszym artykule, za polskie przyjęto te przedsiębiorstwa, które są zarejestrowane w naszym kraju<sup>1</sup>. Konsekwencją tego podejścia jest zaliczenie do grupy polskich przedsiębiorstw m.in. filii międzynarodowych koncernów, które zazwyczaj mają postać spółki akcyjnej lub spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, zarejestrowanych w Polsce.

### 3. Kreowanie wartości przez polskie przedsiębiorstwa

Trudno o jednoznaczną ocenę sytuacji w zakresie kreowania wartości przez polskie przedsiębiorstwa. Pojawiające się w tym zakresie badania oraz rankingi i zestawienia przeprowadzane są z reguły na małej i ograniczonej próbie – badaniom podlega zazwyczaj część spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz przedsiębiorstw z różnych rankingów (np. z Listy 500 „Rzeczpospolitej”) i zawierają one duże uproszczenia. Przyczyną zarówno małej próby badawczej, jak i daleko idących uproszczeń są głównie trudności w pozyskaniu wiarygodnych informacji niezbędnych do wykonania odpowiednich wyliczeń. Dodatkowo na rodzaj dokonywanych uproszczeń wpływa fakt, iż ukazujące się publikacje mają częściej marketingowy niż naukowy charakter oraz mają na celu raczej wypromowanie ich autorów, nie zaś naukowe poszukiwanie obiektywnej prawdy. Rankingi skupiają się często także na przedsiębiorstwach „najlepszych” oraz „najgorszych” według przyjętych kryteriów, nagminnie gubiąc z pola widzenia firmy „średnie”, których jest najwięcej.

Jedne z najbardziej kompleksowych badań w zakresie kreowania wartości przez polskie przedsiębiorstwa przeprowadził A. Cwynar<sup>2</sup>. Dotyczyły one kreacji wartości dla akcjonariuszy przez spółki notowane na warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych w latach 1995-2001. Pomimo upływu lat oraz zmian koniunktury,

<sup>1</sup> Także takie ujęcie ma swoje niedoskonałości; np. przedsiębiorstwo, które ma biura i działalność produkcyjną w Polsce, lecz z pewnych względów zarejestrowane jest za granicą, a w naszym kraju formalnie ma tylko oddział nieposiadający osobowości prawnej, wedle przytoczonej definicji nie będzie przedsiębiorstwem polskim. Tego rodzaju wątpliwości jest więcej.

<sup>2</sup> Wyniki swoich badań pt. *Kreacja wartości dla akcjonariuszy na warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych* A. Cwynar prezentuje w swojej rozprawie doktorskiej: *Program motywowania menedżerów jako instrument wzrostu wartości* [2003, s. 226-238].

które przez ten okres miały miejsce, warto w skrócie przytoczyć ich wyniki. Badaniem objęto 85 spółek, a konkluzje nie były optymistyczne. „Rentowność inwestycji w akcje rodzimych spółek była – w zestawieniu z ponoszonym ryzykiem – niska. W ostatnich latach spora część spółek nie była w stanie zapewnić swoim akcjonariuszom stóp zwrotu przynajmniej nie mniejszych od stopy rentowności w pełni bezpiecznych papierów wartościowych. W 2001 roku całkowite stopy zwrotu dla akcjonariuszy (*Total Shareholder Return* – TSR) w zaledwie 13% zbadanych spółek były wyższe od stopy zwrotu wolnej od ryzyka. W siedmioletnim okresie 1995-2001 tylko dwukrotnie (lata 1996 i 1999) odsetek spółek, które zapewniły swym akcjonariuszom zwrot wyższy od możliwego do osiągnięcia na inwestycjach pozbawionych ryzyka, przekroczył 50%” [Cwynar 2003, s. 228-229].

Podobnie niepokojące wyniki badań dotyczące kreacji wartości przez polskie największe przedsiębiorstwa na przełomie XX i XXI wieku uzyskiwali inni autorzy: D. Ciborski, badający kreację wartości dla właścicieli przez 500 największych polskich przedsiębiorstw za pomocą wskaźnika EVA [Ciborski 2003], M. Siudak, przeprowadzający badania na próbie 164 spółek giełdowych notowanych na GPW za pomocą kilku wskaźników (EVA, MVA, ich indeksów oraz tradycyjnych wskaźników ROE i ROI) [Siudak 2001, s. 147-192], czy K. Grzegorzółka, który używając w swojej metodologii wskaźników EVA i MVA, uzyskał najbardziej pesymistyczne wyniki analizy kreowania wartości przez polskie spółki giełdowe [Grzegorzółka 2002, s. 41-46].

Słabe wyniki polskich przedsiębiorstw należy zapewne przypisać częściowo niskiej efektywności badanych przedsiębiorstw, „zawinionej” przez nie same, częściowo zaś recesji lat 2000-2003. Sytuacja znacznie poprawiła się w drugiej połowie roku 2003, a zmiana w dobrym kierunku była kontynuowana w roku 2004. Wskazują na to wyniki zestawień A. i W. Cwynarów [2005], D. Ciborskiego [2004; 2005] czy C. Adamczyka i A. Sieranta [2005]. Wydaje się, iż dobre wyniki były „zasługą” ukończonych restrukturyzacji polskich przedsiębiorstw oraz w konsekwencji wzrostu ich konkurencyjności i efektywności, znacznie polepszającej się koniunktury oraz początku hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W kolejnych latach: 2005, 2006 i 2007, dzięki kontynuacji dobrej koniunktury w gospodarce oraz trwającej w tych latach hossie, sytuacja ulegała dalszej poprawie (tym większej, im bliżej roku 2007) [Ciborski 2006; Adamczyk 2007]. Rok 2008, w związku z wyraźnym pogorszeniem się koniunktury w gospodarce oraz na Giełdzie Papierów Wartościowych, był znacznie gorszy od lat poprzednich. „Całkowita wartość prawdziwych zysków, którą mierzy EVA, była w 2008 r. prawie o połowę mniejsza niż rok wcześniej” [Cwynar, Kremer, Cwynar 2009].

Interesujące są analizy rozkładu kreowania wartości ze względu na branżę, formę własności czy udział kapitału zagranicznego we własności przedsiębiorstw. W kolejnych latach w ścisłej czołówce liderów tworzenia wartości znajdują się operatorzy telefonii komórkowej. Na wysokich pozycjach znajdujemy przedsiębiorstwa z sektorów medialnych, przemysłu lekkiego i handlu, przemysłu metalowego, spo-

zywczego, usług finansowych, przemysłu chemicznego, drzewnego i papierniczego, motoryzacyjnego, elektromaszynowego oraz budowlanego [Cwynar, Cwynar 2008]. Z roku na rok „widać coraz wyraźniejszy trend rosnącego udziału kapitału zagranicznego w tworzeniu ekonomicznej wartości dodanej w Polsce (58%), drugi w kolejności jest polski kapitał prywatny (26%), reszty dopełnia kapitał państwowy i komunalny” [Ciborski 2007].

W tabeli 1 przedstawiono 50 z listy 500 największych polskich przedsiębiorstw, które wypracowały największą wartość dodaną dla właścicieli w roku 2006, mierzoną bezwzględną wartością EVA. W tabeli można także prześledzić zmiany pozycji w rankingu w stosunku do lat 2004 i 2005. Jak już wspomniano, dane z roku 2007 są jeszcze lepsze, jednak wydaje się, że są już zanadto skażone bezprecedensową koniunkturą w wielu działach gospodarki (można tu wspomnieć chociażby niespotykane przez wiele lat duże podwyżki cen materiałów budowlanych, żywności, nieruchomości, surowców itd.), nieuzasadnionych, jak niektórzy twierdzą, wzrostów na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

**Tabela 1.** Firmy wytwarzające największą wartość dodaną (EVA) z Listy 500

2006	2005	2004	Nazwa przedsiębiorstwa	NO-PAT	Kapitał zainwestowany	EVA	EVA w proc.	EVA na zatrudnionego w tys. zł	EVA w 2005 r.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	2	4	KGHM Polska Miedź SA GK, Lubin	3682	4752	3135	66	116	1123
2	11	95	Polskie Sieci Elektroenergetyczne SA GK, Warszawa	2095	4940	1714	35	1549	157
3			Mittal Steel Poland SA, Katowice	1720	5603	1788	23	99	
4	4	7	PTK Centertel sp. z o.o., Warszawa	1187	3123	947	30	296	607
5	5	6	Polkomtel SA, Warszawa	1122	2385	938	39	276	506
6	1	1	Polski Koncern Naftowy Orlen SA GK, Płock	3076	19530	902	5	37	271B
7	3	2	Telekomunikacja Polska SA GK, Warszawa	2829	16007	863	5	26	888
8	7	21	Volkswagen Poznań sp. z o.o., Poznań	527	1176	437	37	78	
9	288	464	Polskie Linie Lotnicze LOT SA, Warszawa	540	1373	434	32	132	-49
10		5	Polska Telefonia Cyfrowa sp. z o.o., Warszawa	742	4242	415	10	91	
11	6	10.	Grupa Lotos SA GK, Gdańsk	760	4801	346	7	61	494
12	14	19	BSH Sprzęt Gospodarstwa Domowego sp. z o.o., Warszawa	342	114	333	293	259	L45
13	10	13	Grupa Żywiec SA GK, Żywiec	360	569	287	50	48	175
14		16	Telewizja Polsat SA, Warszawa	302	101	279	275	641	
15	36	46	Staiprodukt SAGK, Bochnia	273	299	250	84	120	42
16	28		Grupa ITI, Warszawa	281	612	23*	38	113	64
17	311		Telewizyjna Korporacja Partycypacyjna SA GK, Warszawa	24B	120	217	182	b.d	-258
18	47	11	Hondi Packaging Papef SA GK, Świecie	279	733	214	29	232	30
19	13	14	Totalizator Sportowy sp. z o.o., Warszawa	239	423	207	49	250	156
20	15	15	TVN SA GK, Warszawa	327	978	183	19	b.d	139

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
21			Elektrownia Połaniec SA Grupa Electra-bel, Połaniec	268	1125	181	16	391	
22			Tele-Fonika Kable SA GK, Kraków	2 D1	337	175	52	52	
23	24	76	Grupa Vattenfall Polano <sup>1</sup> , Warszawa	443	3698	159	4	56	85
24		42	Fiat-GM Powertrain Poiska sp. z o. o., Bielsko-Biała	253	1240	152	12	110	
25			J.W. Constructton Holding SA GK, Ząbki	168	61	148	240	b.d	
26	16	-	Philips Lighting Poland SA, Piła	224	989	148	15	21	131
27	46	223	Philips Polska sp. z o. o., Warszawa	155	152	143	94	146	30
28			International Paper-Kwidzyn SA, Kwidzyn	216	1001	138	14	B6	
29	131		ZGH Bolesław SA, Bukowno	143	54	134	248	73	3
30	272	341	Impexmetal SA GK, Warszawa	281	7B3	126	16	41	-25
31			OGP GasSystem sp. z o. o., Warszawa	488	1252	126	10	58	
32	26	33	Manie Polska sp. z o. o., Krotoszyn	141	306	118	38	49	68
33			TRW Polska sp. z o. o., Częstochowa	164	615	117	19	33	
34			Man Star Trucks S Busses sp. z o. o., Tarnowo Podgórne	1B6	400	116	29	3B	
35			ABBsp. zo. o., Warszawa	131	260	108	42	59	
36			Dom Development SA GK, Warszawa	140	357	108	30	669	
37			BP Polska sp. z o. o., Kraków	126	270	105	39	27B	-113
38	19	36	Cersanit SA GK, Kielce	192	59	101	17	44	94
39	21	22	Bali Packaging Europe Radomsko sp. z o. o., Warszawa	105	83	98	118	626	90
40		25	Avon Cosmetics Polska sp. z o. o., Warszawa	110	104	97	93	160	
41			Gruoa Skanska SA, Warszawa	113	242	95	39	16	
42			Danone sp. z o. o., Warszawa	100	50	92	183	72	
43	102		Valeo Autosystemy sp. z o. o., CK Skawina	173	311	87	28	33	9
44			ISD Huta Częstochowa sp. z o. o., Częstochowa	164	921	66		20	
45			Vartenfall Heat Poland SA, Warszawa	221	177B	84	5	71	
46		29	Południowy Koncern Energetyczny SA, Katowice	410	2902	84	3	15	
47			Central European Distribution Corporation GK, Warszawa	169	1373	84	6	26	
48	54		Alchemia SA GK, Warszawa	97	135	BO	60	119	25
49			Zakłady Azotowe Anwil SA GK, Włocławek	202	1602	73	5	23	
50		38	Siemens sp. z o. o., Warszawa	115	229	78	34	b.d	

Źródło: [Adamczyk, Sierant 2005, dodatek: Lista 500, 20.04.2005].

Jak już zasygnalizowano, odsetek firm tworzących wartość dla właścicieli można uznać za niezadowalający. Mierniki wartości mocno zaostrzają kryteria oceny wyników firm. Konsekwentne pomnażanie bogactwa akcjonariuszy rozumiane jako trwale osiąganie przez nich nadwyżkowej lub ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji jest jednocześnie wielkim wyzwaniem i rzadkim zjawiskiem. Potwierdzają to badania, z których wynika, że tylko nieliczne przedsiębiorstwa są konsekwentnymi twórcami wartości dla akcjonariuszy w kategoriach relatywnej stopy zwrotu z akcji przekraczającej przez wiele lat średnią branżową. Według statystyk podawanych

przez BCG tylko dwie na prawie 2600 przeanalizowanych dużych spółek z całego świata (o kapitalizacji rynkowej przekraczającej 1 mld dol.) utrzymało przez 10 lat z rzędu średnią stopę zwrotu ze swoich akcji na poziomie przewyższającym średnią rynkową [Raport firmy Boston...]. „Także zdolność do osiągnięcia nadwyżkowych stóp zwrotu (wyższych od WACC) jest przewagą, którą zarówno niezwykle trudno osiągnąć, jak i utrzymać. Na przykład szacunki średnich zysków rezydualnych oraz EVA amerykańskich spółek rozpatrywane długookresowo kształtują się w okolicach zera” [Cwynar 2003, s. 243].

Omawiając temat kreacji wartości przez polskie przedsiębiorstwa, należy uzyskać odpowiedź na pytanie, czy kadra menedżerska przedsiębiorstw zdaje sobie sprawę z nadrzędnego celu, jakim powinno być tworzenie wartości w przedsiębiorstwie. Warte przytoczenia są w tym miejscu badania firmy doradczej Capgemini [Raport firmy Capgemini... 2006] dotyczące znajomości koncepcji zarządzania wartością oraz znajomości zagadnień z tym związanych wśród polskich przedsiębiorców [Internet 1]. Co prawda, obiektywizm tych badań można kwestionować (jedną z usług oferowanych przez firmę jest pomoc w projektowaniu i wdrażaniu systemów zarządzania opartych na koncepcjach zarządzania przez wartość oraz zrównoważonej karty wyników), niemniej jednak treść raportu może być interesująca. Poniżej przedstawiono w skrócie najważniejsze wyniki badania i wnioski z niego wynikające.

Na początek autorzy raportu stawiają tezę, że w firmach o większej liczbie pracowników podejście systemowe do zarządzania wartością ma większe znaczenie, mniejsze organizacje zaś są w stanie intuicyjnie zarządzać swoją wartością.

Jeśli chodzi o znajomość koncepcji zarządzania przez wartość, to większość respondentów wie o niej niezbyt wiele. Ok. 1/3 respondentów odpowiedziała, że słyszała o koncepcji zarządzania przez wartość, a ok. 1/5 nigdy nic o niej nie słyszała. Tak więc większość respondentów nie jest świadoma lub jest nie w pełni świadoma istoty koncepcji zarządzania przez wartość.

Zapytana o podstawowy cel działalności większość respondentów stwierdziła, że jest nim „zrównoważone zaspokajanie potrzeb wszystkich stron zaangażowanych w działalność firmy (klientów, pracowników, społeczności lokalnej, właścicieli itp.)”. Świadomość podstawowego celu działania organizacji komercyjnej, jakim jest zapewnianie zwrotu z zainwestowanego kapitału, występuje w przypadku 25-40% respondentów, najwięcej w przypadku firm z głównym inwestorem zagranicznym zatrudniających powyżej 50 osób. Zdecydowana większość ankietowanych zgadza się z tezą, że znaczenie oczekiwań właścicieli w podejmowaniu decyzji strategicznych będzie rosło. Znaczna część respondentów uważa, że koncepcja zarządzania wartością byłaby pomocna w zarządzaniu. Tylko 2% badanych uważa, że koncepcja ta nie byłaby pomocna w zarządzaniu ich przedsiębiorstwem. Odsetek ten jest większy w grupie podmiotów zależnych od Skarbu Państwa, nie występuje natomiast w przypadku firm z głównym inwestorem zagranicznym.

Większość firm do oceny wyników działalności używa różnych poziomów zysku księgowego (EBIT, EBITDA, zysk netto). Miary wartości wykorzystywane są tylko

w 2% firm, najczęściej w podmiotach zatrudniających powyżej 50 osób z głównym inwestorem zagranicznym (6%) oraz zależnych od Skarbu Państwa. Zdecydowana większość zarządów premiovana jest w zależności od różnego poziomu zysku księgowego (zysk netto, zysk operacyjny), a 19% zarządów ma premie powiązane ze sprzedażą. W grupie firm z głównym inwestorem zagranicznym zatrudniających powyżej 50 osób większy jest udział wskaźników wartości używanych do oceny wyników działalności.

Praktyka firm, które wdrożyły system zarządzania przez wartość, wskazuje, że w większości przypadków największe możliwości poprawy efektywności występują przez zmniejszenie zainwestowanego kapitału, a więc należności, zapasów, oraz podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych.

Podsumowując wyniki badania, można stwierdzić, że koncepcja zarządzania przez wartość jest stosunkowo słabo znana w Polsce. W zdecydowanej większości firmy wykorzystują tradycyjne wskaźniki finansowe w zarządzaniu. Oczekuje się jednak zwiększenia presji właścicieli na wyniki oraz na przeniesienie punktu ciężkości z zysku księgowego w kierunku miar związanych z wartością. Duża część przedsiębiorstw wykazuje zainteresowanie systemami zarządzania przez wartość.

#### **4. Praktyka zarządzania przez wartość na przykładzie przedsiębiorstw z Dolnego Śląska**

Brakuje danych na temat liczby polskich przedsiębiorstw, które zorientowały swoje systemy zarządzania i motywowania na wzrost wartości. Wiadomo, że są wśród nich giganci polskiego rynku kapitałowego, tacy jak np. Polski Koncern Naftowy „Orlen” SA, jak również firmy zatrudniające od kilkudziesięciu do kilkuset osób (np. firma TETA SA zajmująca się tworzeniem oraz wdrażaniem komputerowych systemów wspomagających zarządzanie). Firmy traktują swoje systemy zarządzania jako sprawę wewnętrzną i często nie wspominają w swoich materiałach informacyjnych, stronach internetowych itp. o tym, że ich systemy zarządzania oparte są na takich czy innych koncepcjach. Zapewne część z nich traktuje swoje systemy zarządzania zorientowane na wzrost wartości jako swoiste *know-how* oraz źródło przewagi konkurencyjnej. W przypadku spółek publicznych szansa na uzyskanie tego typu informacji jest większa, gdyż rynki kapitałowe z reguły pozytywnie przyjmują informację o wdrożeniu koncepcji zarządzania przez wartość w przedsiębiorstwach [Cwynar, Cwynar 2006, s. 12-14]. Nawet one jednak zazwyczaj ograniczają się do zakomunikowania ogólnie określonej strategii wzrostu wartości dla akcjonariuszy, bez podawania szczegółów dotyczących sposobu realizacji tej strategii.

Autor przeprowadził badania dotyczące zarządzania wartością w przedsiębiorstwach Dolnego Śląska [Czarnecki 2007, s. 561-568]. Potwierdziły one, iż zarządzanie wartością może mieć różny stopień kompleksowości i sformalizowania. Stopień ten zależy od układu wielu czynników, m.in. wpływu kierownictwa na źródła war-

tości, specyfiki sektora, w którym działa firma, charakterystyki jej oferty, wielkości firmy, stopnia przygotowania kadry, rozwinięcia systemu controllingu, struktury i kultury organizacyjnej, powiązań z centralą korporacji (jeśli dotyczy) itd. Są to uwarunkowania, w których podejmowane są decyzje o szczegółowych rozwiązaniach systemu zarządzania. Ostatecznie o jego kształcie decyduje kierownictwo firmy.

Pytanie o liczbę przedsiębiorstw mających wdrożony i funkcjonujący system zarządzania przez wartość oraz o przedsiębiorstwa, które pomimo braku formalnego wdrożenia systemu zarządzania przez wartość, zarówno w swojej strategii, jak i w swojej codziennej działalności, realizują ideę zarządzania przez wartość, pozostaje, jak się wydaje, pytaniem otwartym. Podejście do zarządzania przez wartość w sposób systemowy jest ciągle jeszcze nowością w praktyce polskich przedsiębiorstw. Wyniki przeprowadzonych badań skłaniają do przyjęcia tezy, iż tylko w niewielkim odsetku przedsiębiorstw można mówić o systemowym, innym niż intuicyjnym, zarządzaniu przez wartość. Z drugiej jednak strony koncepcja zarządzania przez wartość nie wprowadza „rewolucji” w tych dobrze zarządzanych przedsiębiorstwach, które i przed jej pojawieniem się tworzyły wartość dodaną dzięki intuicji zarządzających oraz umiejętnemu wykorzystywaniu tradycyjnych narzędzi i koncepcji zarządzania. W dobrze zarządzanych przedsiębiorstwach część postulatów koncepcji zarządzania przez wartość jest realizowana bez względu na to, czy wykorzystywane narzędzia i koncepcje nazwiemy „elementami zarządzania przez wartość” czy też nie. W przedsiębiorstwach takich do stwierdzenia, iż systemowo podchodzą do zarządzania przez wartość, najczęściej brakuje kilku modyfikacji w systemie używanych mierników, w systemach controllingu, raportowania oraz wynagradzania.

## 5. Zakończenie

Czy zarządzanie przez wartość jest mitem czy faktem w praktyce polskich przedsiębiorstw? Na tak postawione pytanie, jak się wydaje, nie można dać jednoznacznej odpowiedzi. Z jednej strony odsetek firm, które formalnie wdrożyły modelowy system zarządzania przez wartość, jest nikły, a sama znajomość koncepcji także nie jest powszechna. Z drugiej strony można postawić tezę, że zarządzanie przez wartość wywarło trwały wpływ na filozofię zarządzania. Przypomniało menedżerom, jaka jest ich podstawowa rola i po co są zatrudniani przez właścicieli przedsiębiorstw. Wskazało na konieczność rozwoju systemów rachunkowości, która powinna bardziej nadążać za szybko zmieniającą się rzeczywistością. Przypomniało o praktycznych aspektach teorii agencji oraz o roli rad nadzorczych w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego. Zwróciło uwagę na fakt przez wielu nierozumiany lub bagatelizowany, że: koszt kapitału własnego, pomimo iż nie jest bezpośrednim kosztem gotówkowym, jest realnym kosztem działalności przedsiębiorstwa i powinien być brany pod uwagę przy podejmowaniu bieżących i strategicznych decyzji.



## Literatura

- Adamczyk C., *Rośnie gospodarka, a z nią wartość firm*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 25 kwietnia 2007.
- Adamczyk C., Sierant A., *Rośnie wartość firm z Listy 500*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 20 kwietnia 2005.
- Ciborski D., *EVA polubiła przemysł ciężki*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 25 kwietnia 2007.
- Ciborski D., *EVA pomaga ocenić przedsiębiorstwa*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 15 kwietnia 2004.
- Ciborski D., *EVA rośnie razem z firmami*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 26 kwietnia 2006.
- Ciborski D., *Rekordowe zyski i wzrost wartości dodanej*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 20 kwietnia 2005.
- Ciborski D., *W poszukiwaniu wartości dodanej*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 7 maja 2003.
- Cwynar A., *Program motywowania menedżerów jako instrument wzrostu wartości*, rozprawa doktorska napisana w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2003.
- Cwynar A., Cwynar W., *EVA, czyli firma prawdziwie rentowna*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 29 kwietnia 2008.
- Cwynar A., Cwynar W., *Raport – ranking liderów efektywności*, dodatek do „Gazety Bankowej” z dn. 18 maja 2005.
- Cwynar A., Cwynar W., *Użytkowanie zysku rezydualnego*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” 2006 nr 7.
- Cwynar A., Kremer M., Cwynar W., *Kapitał musi zarabiać więcej, niż kosztuje*, dodatek *Lista 500* do „Rzeczpospolitej” z dn. 29 kwietnia 2009.
- Czarnecki M., *Przykłady wdrożeń zarządzania przez wartość w polskich przedsiębiorstwach*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, red. E. Urbańczyk, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2007.
- Grzegorzółka K., *Odkurzacz na parkiecie*, „Wprost” z dn. 27.10.2002.
- Raport firmy Boston Consulting Group, *New perspectives on value creation. A study of the World's Top Performers 2007*, [www.bcg.com](http://www.bcg.com).
- Raport firmy Capgemini i Instytutu Zarządzania pt.: *Zarządzanie wartością firmy – wynik badania ankietowego*, Warszawa, październik 2006.
- Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.

## Źródło internetowe

- [1] <http://www.pl.capgemini.com/services/vbm.shtml>.

## **VALUE BASED MANAGEMENT IN POLISH COMPANIES – MYTH OR FACT?**

**Summary:** The author seeks the answer to questions on the current state of value creation in Polish companies, based on research and reports from the last ten years. Further on, he briefly presents the outcome of research on value management knowledge run among Polish managers and the research on systematic approach to value creation in companies located in Lower Silesia. The article ends with the summary of the discourse and the conclusion regarding the influence of the value management concept upon the management practice.