

Przejawy ryzyka w zarządzaniu wartością

Andrzej Jaki*

Streszczenie: Ryzyko w sposób immanentny wpisane jest w każdy proces decyzyjny, stanowiąc nieodłączny atrybut funkcjonowania współczesnego biznesu. Stąd koncepcja zarządzania wartością, tworzona i rozwijana począwszy od lat 80. XX wieku, podobnie jak i inne koncepcje zarządzania, wiąże się z określonym ryzykiem wynikającym zarówno z jej słabych stron, jak i z uwarunkowań towarzyszących jej implementacji i wykorzystaniu w praktyce gospodarczej. Podstawowym celem artykułu jest zatem prezentacja i analiza występowania ryzyka w koncepcji zarządzania wartością przez pryzmat takich cząstkowych zagadnień, jak: ryzyko w triadzie prowartościowego zarządzania, ryzyko pomiaru wartości, ryzyko wewnętrznych interesariuszy, ryzyko implementacji koncepcji oraz ryzyko koncepcji w świetle doświadczeń globalnego kryzysu gospodarczego. W zakończeniu artykułu wskazano na propozycje działań służących ograniczeniu negatywnych skutków ryzyka w koncepcji zarządzania wartością.

Słowa kluczowe: ryzyko, koncepcja zarządzania wartością, kryzys gospodarczy

Wprowadzenie

Koncepcja zarządzania wartością, tworzona i rozwijana począwszy od lat 80. XX wieku, ukazała nowe możliwości w zakresie poszukiwania rozwiązań stymulujących efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa. Stała się ona także podstawą dla formułowania nowej strategii zorientowanej na kreowanie wartości przedsiębiorstwa jako efektywnej inwestycji jego właścicieli, jak i generatora korzyści dla pozostałych interesariuszy. Równocześnie, tak samo, jak i inne koncepcje zarządzania, wiąże się ona z określonym ryzykiem, które w sposób immanentny wpisane jest w każdy proces decyzyjny, stanowiąc nieodłączny atrybut funkcjonowania współczesnego biznesu. Konsekwencje występowania ryzyka jako czynnika determinującego efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa wyeksponował także globalny kryzys gospodarczy, który przypomniiał zarządzającym, że kryzysy stanowią nieunikniony element funkcjonowania gospodarki oraz czynnik wymuszający potrzebę poszukiwania nowych rozwiązań zarządczych gwarantujących przedsiębiorstwu osiągnięcie jego celów. Stąd zasadniczym celem niniejszego artykułu jest prezentacja i analiza obszarów oraz uwarunkowań występowania ryzyka w obrębie koncepcji zarządzania wartością.

* dr hab. Andrzej Jaki, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

1. Ryzyko jako element triady prowartościowego zarządzania

Oddziaływanie ryzyka na efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa zostało już dostrzeżone w toku rozwoju koncepcji zarządzania wartością, gdzie obok rentowności i wzrostu, zostało ono zaliczone do strategicznych determinantów tego procesu, tworzących tzw. triadę prowartościowego zarządzania (Black, Wright, Bachman 2000: 101; Schierenbeck, Lister, 2002: 11). Analizując zależności pomiędzy wymienionymi determinantami w kontekście ich oddziaływania na wzrost wartości przedsiębiorstwa, należy w pierwszej kolejności zaakcentować rolę rentowności jako nośnika wartości przedsiębiorstwa i konieczność jej ścisłego skorelowania z poziomem ryzyka towarzyszącego funkcjonowaniu przedsiębiorstwa. Pomnożenie wartości przedsiębiorstwa ma bowiem miejsce wówczas, gdy tempo wzrostu rentowności wyprzedza tempo wzrostu ryzyka. W przeciwnym wypadku następować będzie destrukcja wartości przedsiębiorstwa (Schierenbeck, Lister 2002: 11–12). Stąd niezbędne staje się zachowanie równowagi pomiędzy podejmowanym ryzykiem i wzrostem wartości przedsiębiorstwa, co wymaga ścisłego powiązania koncepcji zarządzania wartością z koncepcją zarządzania ryzykiem (*Enterprise Risk Management – ERM*). We wskazanym kontekście ryzyko należy traktować jako koszt uzyskania wartości, którego poniesienie – podobnie, jak i każdego innego kosztu – jest konieczne, ale nie daje gwarancji uzyskania spodziewanego efektu. Stąd odpowiednie powiązanie koncepcji zarządzania ryzykiem z koncepcją zarządzania wartością w spójną koncepcję zrównoważonego zarządzania ryzykiem i wartością, stwarza warunki dla stabilności wartości i może być traktowane w tych warunkach jako czynnik zabezpieczający i chroniący wartość przedsiębiorstwa (Krysiak 2011: 33–34).

2. Ryzyko pomiaru wartości przedsiębiorstwa i efektywności jej kreowania

Istota koncepcji zarządzania wartością sprawia, że kluczową rolę odgrywa w niej kwestia pomiaru wartości. Odnosi się ona zarówno do syntetycznej miary, jaką stanowi wartość przedsiębiorstwa, ukazująca syntetyczne efekty procesu zarządzania, jak i do cząstkowych mierników służących bieżącemu monitorowaniu i analizowaniu efektywności kreowania wartości. W obu wymienionych zakresach pomiaru wartości wypracowano narzędzia rachunkowe umożliwiające realizację wytyczonych celów w postaci zróżnicowanych metod wyceny przedsiębiorstw oraz odrębnej grupy mierników oceny ich efektywności, określanych mianem mierników rynkowych¹. Praktyczne wykorzystanie wymienionych narzędzi rachunkowo-analitycznych rodzi jednak szereg problemów i wątpliwości, implikujących ryzyko pomiaru wartości przedsiębiorstwa.

Ryzyko towarzyszące wszelkim decyzjom odnoszącym się do pomiaru wartości przedsiębiorstwa związane jest przede wszystkim ze wzrastającą rolą zasobów niematerialnych,

¹ Szeroką charakterystykę mierników efektywności – w tym mierników rynkowych – zawiera m.in. praca: (Jaki 2012: 148–159).

jako kreatorów tej wartości. Charakter tych zasobów sprawia, że pojawia się problem już samej ich identyfikacji, a w sytuacji zaistnienia konieczności ich wyceny pojawia się wiele niejednoznaczności mogących w konsekwencji prowadzić do istotnych przeszacowań ich wartości. Kategorie wartości, związane z zasobami niematerialnymi – jak wartość reputacji, wartość marki czy też wartość kapitału intelektualnego – stanowiące niejednokrotnie kluczowy składnik wartości przedsiębiorstwa i determinujące efektywność jej kreowania, nie sposób ująć w sztywne, jednoznaczne ramy wzorców wyceny. Proponowane w tym zakresie w literaturze oraz wykorzystywane w praktyce rozwiązania standaryzacyjne mają zróżnicowany charakter i nie dostarczają jak dotychczas jednoznacznych rozstrzygnięć w tym zakresie (zob. Rumniak 2011: 755–765). Stąd rodzi to szerokie pole dla „kreatywnego” (w takim rozumieniu tego słowa, jak w przypadku rachunkowości kreatywnej) – lecz nie do końca zgodnego z fundamentalną rzeczywistością – prezentowania efektów pomnażania wartości, co w erze „nowej gospodarki” ma służyć za uzasadnienie fascynacji rolą zasobów niematerialnych jako kluczowych determinantów wartości przedsiębiorstwa. Powoduje to zarazem liczne dysfunkcje w pomiarze wartości biznesu, z jakimi często mamy do czynienia we współczesnej gospodarce – „skażonej” zjawiskiem nadmiernej finansyzacji – przejawiającej się odrywaniem przepływów finansowych od procesów realnych (zob. Mączyńska 2011: 103–118).

Ryzyko koncepcji zarządzania wartością odnosi się także do wykorzystywanych w jej obrębie cząstkowych mierników pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa. Kluczową rolę odgrywa w tym zakresie pojęcie ekonomicznej wartości dodanej (EVA – *Economic Value Added*) jako rynkowego miernika bezwzględnych efektów kreowania wartości, podstawy dla tworzenia systemów motywacyjnych w przedsiębiorstwie, jak również prowadzenia jego wyceny². Niezależnie od niewątpliwych zalet wymienionego miernika i związanej z nimi jego użyteczności w obrębie koncepcji zarządzania wartością, zwraca się także coraz częściej uwagę na jego mankamenty i wynikające z nich zagrożenia dla obiektywności pomiaru efektywności kreowania wartości oraz wiarygodności wniosków wynikających z jego zastosowania. Interesującą konfrontację pozytywnych i negatywnych opinii odnoszących się do użyteczności ekonomicznej wartości dodanej zaprezentował D. Zarzecki (2013: 134–137), co stworzyło wymienionemu Autorowi podstawę dla wskazania następujących argumentów, eksponujących negatywne aspekty tego miernika czy też wątpliwe korzyści z jego zastosowania:

- silne uzależnienie EVA od takich wielkości księgowych, jak zysk operacyjny czy też zainwestowany kapitał, co znacząco osłabia argumentację o „nie-księgowym” charakterze tego miernika,
- wycena przedsiębiorstwa w oparciu o miernik EVA prowadzi do identycznych wyników, co powszechnie stosowana wycena oparta o miernik wolnych przepływów pieniężnych,

² Istotę oraz zakres wykorzystania ekonomicznej wartości dodanej w procesie pomiaru i oceny efektywności przedsiębiorstwa oraz dla potrzeb szacowania jego wartości zaprezentował szeroko G.B. Steward (III) (1991).

- dla potrzeb oceny efektywności decyzji inwestycyjnych o wiele większą użytecznością cechuje się miernik wartości kapitałowej netto (NPV – *Net Present Value*),
- badania empiryczne odnoszące się do poziomu korelacji pomiędzy wzrostem EVA a wzrostem wartości rynkowej przedsiębiorstwa nie są jednoznaczne.

Zaakcentowane źródła i uwarunkowania ryzyka związanego z pomiarem wartości wskazują także na potrzebę zmian w obrębie dotychczasowych paradygmatów rachunkowości i jej systemu informacyjnego, wraz z wyeliminowaniem negatywnego zjawiska rachunkowości kreatywnej, która związana z kreowaniem nieprawdziwego wizerunku przedsiębiorstwa i jego kondycji finansowej wskutek manipulacji danymi oraz wykorzystywania luk w zasadach rachunkowości – w tym metodach pomiaru wielkości ekonomicznych charakteryzujących działalność przedsiębiorstwa (Micherda red. 2010: 78–79). Przyczyniło się to także do narastania zjawiska asymetrii informacji pomiędzy zarządami przedsiębiorstw a ich właścicielami oraz inwestorami i instytucjami kredytowymi.

Postulowana potrzeba istotnej reorientacji paradygmatów rachunkowości zmierzać winna w kierunku wypracowania wzorców i standardów dostosowanych do zmienionej rzeczywistości oraz związanych z nią nowych potrzeb informacyjnych, a równocześnie stworzyć mechanizmy zabezpieczające przed negatywnymi skutkami rachunkowości kreatywnej. Kluczowym problemem wydaje się tutaj kwestia pomiaru wartości ekonomicznej, jako podstawa dla sformułowania nowego paradygmatu rachunkowości. Tego rodzaju tezę formułuje A. Karmańska (2009: 164–166), która akcentuje potrzebę wypracowania przez naukę rachunkowości, spójnej z pozostałymi jej paradygmatami, teorii pomiaru wartości ekonomicznej jako nowego paradygmatu rachunkowości.

3. Ryzyko wewnętrznych interesariuszy przedsiębiorstwa

Ważną przesłanką dla powstania i konceptualizacji zarządzania wartością była potrzeba poszukiwania narzędzi integrujących cele właścicieli z celami menedżerów zarządzających przedsiębiorstwami, co w warunkach rozdzielania własności i zarządzania rodzi szereg negatywnych skutków dla efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa, określonych terminem „problem agencji”. Tworzone w tym zakresie systemy prowartościowej motywacji opierały się na potrzebie długoterminowego skorelowania interesów wymienionych dwóch grup interesariuszy przedsiębiorstwa. W tym celu wypracowano i stosowano szereg różnych programów motywacji bezpośredniej – powiązanej z partycypacją menedżerów we własności przedsiębiorstwa, jak również motywacji pośredniej – zakładającej wykorzystanie cząstkowych mierników efektywności kreowania wartości jako podstawy dla oceny efektów zarządzania. Analiza praktycznych doświadczeń w tym zakresie – w tym doświadczeń wynikających z oceny bezpośrednich i pośrednich przyczyn obecnego kryzysu gospodarczego – wskazuje na istnienie zjawiska asymetrii ryzyka właścicieli i menedżerów. Wymieniona asymetria jest szczególnie dostrzegalna w przypadku systemów motywacji

pośredniej, a zatem w sytuacji braku partycypacji menedżerów we własności przedsiębiorstwa.

Właściciele przedsiębiorstwa, ze swej istoty, zawsze ponoszą ryzyko utraty zainwestowanego kapitału. Ryzyko menedżerów sprowadzało się tutaj wyłącznie do utraty premii w sytuacji negatywnych efektów kreowania wartości, w skrajnym przypadku także utraty miejsca pracy. Oparcie systemu motywacyjnego wyłącznie o wykorzystanie cząstkowych księgowych, finansowych i/lub rynkowych mierników efektywności rodziło ponadto niebezpieczeństwo kreowania nieprawdziwego obrazu kondycji finansowej przedsiębiorstwa – fikcyjnej efektywności – nieprzekładającej się na rzeczywiste, trwałe efekty kreowania wartości. Zafałszowanie efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa ocenianej w oparciu o mierniki cząstkowe, jest szczególnie istotne w przypadku braku możliwości weryfikacji jego wartości bezpośrednio przez mechanizm rynku kapitałowego.

Skala asymetrii ryzyka właścicieli i menedżerów jest także – choć niewątpliwie w mniejszym zakresie – dostrzegalna w programach motywacji bezpośredniej, zwłaszcza w tych, w przypadku których nie występuje konieczność inwestowania własnego kapitału przez menedżerów. Ryzyko menedżerów może wiązać się tutaj – w zależności od zastosowanego rodzaju programu motywacyjnego z:

- brakiem gratyfikacji premiovej (np. w sytuacji nieopłacalności realizacji opcji na zakup akcji),
- utratą wartości zainwestowanego kapitału wskutek spadku cen akcji,
- ponoszeniem ryzyka finansowego związanego z finansowaniem nabycia akcji za pomocą pożyczonego kapitału (np. w przypadku programu lewarowanego zakupu akcji),
- utratą miejsca pracy.

Ryzyko właścicieli przedsiębiorstwa w motywacji bezpośredniej związane bywa także z wykorzystywaniem przez menedżerów kreatywnej księgowości w celu uzyskania najczęściej krótkookresowego, lecz nietrwałego, wzrostu wartości przedsiębiorstwa, mającego dowieść ich wysokiej efektywności zarządzania. W celu ograniczenia tego rodzaju ryzyka stosowane są różne rozwiązania instytucjonalne wkomponowane w programy motywacji bezpośredniej w postaci np. niemożności okresowego zbywania akcji uzyskanych jako wynagrodzenie za efekty zarządzania, co równocześnie uniemożliwia czerpanie korzyści z tytułu krótkookresowego wzrostu ich wartości wskutek manipulacji wynikami działalności przedsiębiorstwa. Doświadczenia ostatnich lat związane z występowaniem asymetrii pomiędzy ryzykiem właścicieli przedsiębiorstwa a ryzykiem zarządzających nim menedżerów, zaowocowały także propozycjami wprowadzenia znacznie dalej idących zmian w systemach prowartościowego motywowania, w postaci nagradzania menedżerów za wzrost wartości przedsiębiorstwa, przy równoczesnym ich karaniu za jej obniżanie (zob. Szablewski 2009: 391).

4. Ryzyko implementacji koncepcji

Koncepcja zarządzania wartością rodzi potrzebę skoncentrowania wszystkich zasobów przedsiębiorstwa wokół realizacji strategii zarządzania wyznaczonej przez kryterium maksymalizacji jego wartości. Wymaga to zatem kompleksowego podejścia poprzez stworzenie systemowej struktury zarządzania ukierunkowanego na pomnażanie wartości przedsiębiorstwa. System zarządzania wartością stanowi równocześnie przykład holistycznego podejścia do systemu zarządzania, łączącego w sobie ujęcie statyczne (struktura zarządzania wartością) z ujęciem dynamicznym (proces zarządzania wartością)³.

Implementacja takiego systemu, rodząca wszechstronną i wielokierunkową zmianę w organizacji działalności przedsiębiorstwa, napotykać może na szereg różnorodnych przeszkód i potencjalnych niebezpieczeństw, jakie koncepcja zarządzania wartością może wraz z sobą nieść. W tym kontekście doświadczenia wyniesione z praktyki tworzenia i implementowania systemu zarządzania wartością wskazują na następujące obszary występowania wymienionych przeszkód (Smith):

- brak właściwego zrozumienia istoty koncepcji zarządzania wartością przez wewnętrznych interesariuszy przedsiębiorstwa,
- traktowanie koncepcji jako okazjonalnego projektu, a nie długoterminowego procesu,
- niewłaściwe skoordynowanie szczebli operacyjnych z najwyższymi szczeblami systemu zarządzania przedsiębiorstwem,
- niewłaściwe powiązanie mierników cząstkowych z sumarycznym efektem kreacji wartości w postaci zmian wartości przedsiębiorstwa,
- niedostosowanie systemu informacyjnego do potrzeb wdrażanego systemu.

Przeszkody te powiązane ze złożonością samej koncepcji zarządzania wartością sprawiają, że implementacja systemu zarządzania wartością narażona jest na ryzyko, którego źródłem są także obiektywne mankamenty samej koncepcji. Na ryzyko to składa się szereg następujących cząstkowych ryzyk (Starovic, Cooper, Davis 2004: 22):

- ryzyko wielości form i metod zarządzania wartością,
- ryzyko prognozowania wartości,
- ryzyko dodatkowych kosztów zarządzania,
- ryzyko złożoności rachunku kreowania wartości,
- ryzyko pomiaru efektywności kreowania wartości,
- ryzyko integracji miar finansowych i operacyjnych.

Przeszkody związane z wdrażaniem koncepcji zarządzania wartością oraz akcentowane przy tej okazji ryzyko, jakie może się z tym wiązać, stały się również podstawą dla jej krytyki, odnoszącej się zarówno do samej idei i uwarunkowań wdrażania prowartościowo zorientowanego zarządzania, jak i do wykorzystywanych w nim narzędzi pomiaru oraz oceny efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa. S. Kasiewicz (2009: 56–63), ukazując

³ Założenia, istota oraz architektura systemu zarządzania wartością została zaprezentowana w pracy: (Jaki 2012: 115–119).

różnorodne słabości koncepcji zarządzania wartością, wiąże ten problem z następującymi uwarunkowaniami, które towarzyszyły jej rozwojowi:

- 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.

Stąd wymieniony Autor formułuje tezę, traktując koncepcję zarządzania wartością jako jedną z przyczyn globalnego kryzysu gospodarczego. Równocześnie jednak sam Autor zastrzega, że nie tyle chodzi tutaj o samą ideę zarządzania wartością, co raczej o sposób wykorzystania tej koncepcji w praktyce gospodarczej (Kasiewicz 2009: 56).

5. Ryzyko koncepcji a doświadczenia globalnego kryzysu gospodarczego

We wprowadzeniu do niniejszego artykułu zwrócono m.in. uwagę na fakt, że to właśnie ostatni kryzys gospodarczy zwrócił uwagę na potrzebę głębszego wniknięcia w słabości koncepcji zarządzania wartością i ryzyko z nią związane oraz wywołał szeroką dyskusję dotyczącą także jej bezpośredniej krytyki.

Kryzys gospodarczy, którego symbolem stał się upadek banku Lehman Brothers, traktować należy jako pierwszy kryzys ery globalizacji – ery rosnącej przenikalności wszelkiego rodzaju granic. W tym kontekście procesy postępującej globalizacji przyczyniają się także do silniejszego niż dotychczas oddziaływania sytuacji kryzysowych, pojawiających się na lokalnych rynkach, na funkcjonowanie całego regionalnego czy też światowego systemu gospodarczego. Kryzys ten można zarazem postrzegać jako pierwszy światowy kryzys spowodowany przez gospodarkę opartą na wiedzy. Jego przyczyny nie tkwią w tzw. realnej gospodarce, lecz mają swoje źródło głównie w sektorze finansowym, dla którego prosperita ostatnich lat stała się czynnikiem w znacznym stopniu dewaluującym ryzyko gospodarcze. Stąd doświadczenia wyniesione z tego kryzysu wskazują na potrzebę wprowadzenia istotnych zmian odnoszących się do wykorzystania koncepcji zarządzania wartością, które służyłyby ograniczeniu ryzyka z nią związanego, a wynikającego z:

- wykorzystywania rachunkowości kreatywnej w celu kształtowania nieprawdziwego wizerunku przedsiębiorstwa i jego kondycji finansowej,
- ułomności stosowanych dotychczas narzędzi pomiaru i oceny procesów kreowania wartości przedsiębiorstwa,
- wzrastającej finansyzacji gospodarki, rodzącej ślepą często wiarę inwestorów w nieograniczone możliwości uzyskiwania coraz wyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału, co przyczyniło się do oderwania kategorii wartości przedsiębiorstwa od jej fundamentalnych podstaw i występowania nadmiernego behawioryzmu w ocenie tej wartości,

- irracjonalnego wzrostu ryzyka podejmowanego przez wielu menedżerów, którzy, w oczekiwaniu coraz większych zysków, podejmowali coraz bardziej ryzykowne decyzje i angażowali kapitał w coraz bardziej ryzykowne przedsięwzięcia. Dowodzi to ułomności stosowanych systemów prowartościowej motywacji, implikujących występowanie zjawiska asymetrii ryzyka menedżerów oraz ryzyka właścicieli przedsiębiorstw,
- niekontrolowanego wzrostu ryzyka wskutek traktowania instrumentów pochodnych – stworzonych w celu ograniczania ryzyka – jako narzędzi beztroskiego hazardu.

Ujawnione negatywne skutki i zagrożenia związane z prowartościowym zarządzaniem ukazują nieco odmienną, „ciemną stronę”⁴ zarządzania wartością. Niedomagania koncepcji zarządzania wartością, ujawnione przez globalny kryzys gospodarczy, wiążą się z negatywnym zjawiskiem krótkookresowego wzrostu wartości przedsiębiorstwa, którego podtrzymanie w dłuższej perspektywie czasowej związane było z nadmiernym wykorzystaniem efektu dźwigni finansowej oraz posługiwaniem się innowacjami finansowymi w sposób spekulacyjny (zob. Wyciślak 2012: 3–5).

Analizując przyczyny istniejącego stanu rzeczy, obok wspomnianych uprzednio niedoskonałości narzędzi pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości oraz narzędzi prowartościowego motywowania, należałoby wskazać także na nieskuteczność wielu mechanizmów nadzorczo-regulacyjnych, które winny towarzyszyć koncepcji zarządzania wartością. Doświadczenia minionego okresu wskazują bowiem, że mechanizmy te, stanowiąc integralny składnik systemu nadzoru właścicielskiego realizowanego w obrębie nadzoru korporacyjnego, winny być ukierunkowane na ograniczanie pozbawionego racjonalnych przesłanek woluntaryzmu menedżerów – w szczególności w odniesieniu do podejmowanego przez nich ryzyka. Winny one także uświadomić inwestorom istnienie racjonalnych granic efektywności pomnażania wartości inwestowanego przez nich kapitału, bowiem spirala narastających z ich strony oczekiwań uzyskiwania coraz wyższych stóp zwrotu może prowadzić do potężnych perturbacji w funkcjonowaniu całego rynku finansowego.

Uwagi końcowe

Zaprezentowane w niniejszym artykule obszary i uwarunkowania oddziaływania ryzyka na skuteczność i efektywność koncepcji zarządzania wartością stanowią także konsekwencję zmian w obrębie modeli funkcjonowania przedsiębiorstw. Neoklasyczny model przedsiębiorstwa, właściwy epoce kapitalizmu przedsiębiorców – właścicieli zarządzających przedsiębiorstwami, ewoluował w kierunku modeli opartych na rozdzieleniu własności od zarządzania, które związane są z erą kapitalizmu menedżerskiego czy też kapitalizmu inwestorskiego. W tych warunkach powstawała i rozwijała się koncepcja zarządzania war-

⁴ Jest to parafraza określenia A. Damodarana, który użył go pisząc o złożonych szczególnych przypadkach i okolicznościach wyceny przedsiębiorstw (Damodaran 2000) oraz (Damodaran 2009).

tością. Era globalnego kapitalizmu inwestorskiego oraz doświadczenia wyniesione z następstw kryzysu gospodarczego początku XXI wieku zrodziły dążenie do poszukiwania dróg ograniczania ryzyka związanego z wdrażaniem i wykorzystaniem koncepcji zarządzania wartością. Wymaga to jej redefinicji, ukierunkowanej na szersze niż dotychczas powiązanie tej koncepcji z koncepcją zrównoważonego rozwoju oraz koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu. Rezultatem tego jest propozycja nowej koncepcji zrównoważonego zarządzania wartością, opartej na koncepcji *Creating Shared Value* (CSV), czyli tworzenia wspólnej wartości gospodarczej i społecznej, szerzej niż dotychczas godzącej realizację celów ekonomicznych z celami społecznymi, co związane jest z dążeniem do łączenia społecznej odpowiedzialności z odpowiedzialnością wobec organizacji (Porter, Kramer 2011; Pindelski 2012: 6–10). Takie koincydentne ukształtowanie koncepcji zarządzania wartością wydaje się być rozwiązaniem zorientowanym na przynajmniej częściowe rozjaśnienie wspomnianej uprzednio „ciemnej strony zarządzania wartością”⁵.

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J.E. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Damodaran A. (2000), *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables*, Stern School of Business, New York, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> (10.08.2011).
- Damodaran A. (2009), *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, FT Press, New York.
- Jaki A. (2012), *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie – seria specjalna „Monografie”, nr 215, UEK, Kraków.
- Karmańska A. (2009), *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa.
- Kasiewicz S. (2009), *Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego*, „Finansowanie Nieruchomości”, nr 20.
- Kołodko G.W. (2008), *Wędrujący świat*, Pruszyński i S-ka, Warszawa.
- Krysiak Z. (2011), *Wartość ryzyka*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, nr 2.
- Mączyńska E. (2011), *Gdy sługa staje się panem, czyli dysfunkcje pomiaru wartości biznesu i wyników działalności gospodarczej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 639, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 37, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Pindelski M. (2012), *Etyka, CSR i CSV w orientacjach strategicznych*, „Przegląd Organizacji”, nr 2.
- Porter M.E., Kramer M.R. (2011), *The Big Idea: Creating Shared Value*, „Harvard Business Review”, vol. 1.
- Rachunkowość wobec kryzysu gospodarczego* (2010), red. B. Micherda, Difin, Warszawa.
- Rumniak P. (2011), *Standaryzacja procesu wyceny składników niematerialnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 639, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 37, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Schierenbeck H., Lister M. (2002), *Value Controlling. Grundlagen Wertorientierter Unternehmensführung*, R. Oldenbourg Verlag, München-Wien.
- Smith P. (2009), *Shareholder Value Implementation: Turning Promise into Reality*, L.E.K. Consulting LLC, www.lek.com/UserFiles/File/svi-14.pdf (18.02.2009).
- Starovic D., Cooper S., Davis M. (2004) *Maximising Shareholder Value. Achieving clarity in decision-making*, CIMA, London.
- Steward (III) G.B. (1991), *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*, Harper Business, New York.

⁵ Zbliżone podejście w odniesieniu do kształtowania rozwoju gospodarczego prezentuje G.W. Kołodko, który pisząc o potrzebie istotnej reorientacji dotychczasowych strategii rozwoju gospodarczego, wskazał na teorię koincydencji jako pragmatyczną teorię rozwoju gospodarczego. Zdaniem tego Autora, wpisuje się ona w nowy paradygmat zrównoważonego rozwoju (zob. Kołodko 2008: 315–332).

Szablewski A. (2009), *Nowe paradygmaty, migracja kapitału i światowy system pieniężny*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 578, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 24, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.

Wyciślak S. (2012), *Kryzys 2008–2011. Refleksje nad rolą przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji”, nr 2.

Zarzecki D. (2013), *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*, Zarzecki, Lasota i Wspólnicy, Szczecin 2013.

SYMPTOMS OF RISK IN VALUE-BASED MANAGEMENT

Abstract: Risk is inscribed in every decision-making process in an immanent way, constituting an inherent attribute of the contemporary business functioning. Thus, the value-based management concept, created and developed since 1980s, like other management concepts, is related to certain risk arising both from its weaknesses and the conditionings accompanying its implementation and use in the economic practice. Therefore, the primary goal of the article is the presentation and analysis of the occurrence of risk in the value-based management concept in the light of some partial issues, such as: risk in the triad of value focused management, the risk of value measurement, the risk of internal stakeholders, the risk of the concept implementation and the risk of the concept in view of the experiences of the global economic crisis. The final part of the article indicates the proposals of actions aiming at the limitation of the negative consequences of risk in the value-based management concept.

Keywords: risk, value-based management concept, economic crisis

Cytowanie

Jaki A. (2014), *Przejawy ryzyka w zarządzaniu wartością*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 747–756; www.wneiz.pl/frfu.