

**mgr Dariusz Siudak**

Zakład Ekonomiki i Zarządzania Przedsiębiorstwem  
Instytut Organizacji Systemów Produkcyjnych  
Politechnika Warszawska  
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2008-0005>

## Czynniki kreowania wartości banku komercyjnego

### Wprowadzenie

Obecnie nadrzędnym celem strategicznym każdego przedsiębiorstwa prowadzącego działalność komercyjną jest kreowanie dodatkowej wartości, która przekłada się na zwiększenie rynkowej ceny przedsiębiorstwa. Na gruncie tego założenia zrodziła się filozofia zarządzania przez wartość (*Value Based Management – VBM*).

Międzynarodowa konkurencja w zapotrzebowaniu na źródła finansowania działalności wymusza na spółkach kapitałowych uzyskiwanie ponadprzeciętnych zysków, przewyższających koszt zaangażowania kapitałów w prowadzoną działalność.

Koncepcja zarządzania przez wartość łączy w swej fundamentalnej istocie aspekty zarządzania strategicznego i zarządzania finansowego. W instytucji finansowej typu bank komercyjny optymalne gospodarowanie aktywami i pasywami nabiera szczególnego znaczenia w procesie maksymalizacji jego rynkowej wartości. Zarządzanie przez wartość od strony finansów banku polega na realizacji wyższej stopy zwrotu z kapitału od kosztu zaangażowania w działalność operacyjną zasobów kapitałowych, zarówno obcych, jak i własnych.

### Pomiar kreowania wartości przez bank komercyjny

Jako efektywne narzędzie pomiaru kreowania bądź niszczenia wartości przez przedsiębiorstwo służy zaproponowana przez Bennetta Stewarda na początku lat 90. XX w. koncepcja ekonomicznej wartości dodanej (*Economic Value Added – EVA*<sup>®</sup>). Koncepcja ta, zwana również zyskiem ekonomicznym<sup>1</sup> stała się najbardziej popularnym – a zarazem prostym w implementacji – kryterium oceny bieżących (krótkoterminowych) efektów zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w horyzoncie czasowym do jednego roku. Generalną przesłanką operowania kategorią *EVA* jest świadomość, że cały kapitał zainwestowany w bieżącą działalność operacyjną kosztuje. Przesłanka ta zrodziła się u podstaw pojęcia wymaganej stopy zwrotu przez akcjonariuszy. Źródłem kreacji dodatkowego bogactwa (dodatkowej wartości) właścicieli przedsiębiorstwa jest każda jednostka zysku operacyjnego po opodatkowaniu, przewyższająca nie tylko koszty kapitałów obcych, (odsetki) lecz także koszty wynikające z minimalnej wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego.

Bankową ekonomiczną wartość dodaną (*Banking Economic Value Added – BEVA*) definiujemy poniższą formułą<sup>1</sup>:

$$BEVA = ZO \cdot (1 - T) - k_e \times K_E, \quad (1)$$

gdzie: *ZO* – bankowy zysk operacyjny,  
*T* – stopa podatku dochodowego od osób prawnych,  
*k<sub>e</sub>* – koszt kapitału własnego,  
*K<sub>E</sub>* – księgową wartość kapitału własnego.

<sup>1</sup> Uzasadnienie przedstawionego podejścia kalkulacji zysku ekonomicznego, odzwierciedlającego specyfikę działalności bankowej zaprezentowano w opracowaniu autora (D. Siudak, *Wybrane aspekty ekonomicznej wartości dodanej w bankowości*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i Wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, t. I, Uniwersytet Szczeciński. Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin 2006).

Dokonując matematycznych przekształceń, bankową ekonomiczną wartość dodaną można wyrazić w sposób następujący:

$$BEVA = \left( \frac{ZO \cdot (1-T)}{K_E} - k_e \right) \times K_E. \quad (2)$$

Jeśli zdefiniujemy wskaźnik rentowności kapitału własnego oparty na zysku operacyjnym po opodatkowaniu –  $ROE_{ZO}$  – jako:

$$ROE_{ZO} = \frac{ZO \cdot (1-T)}{K_E}, \quad (3)$$

to na mocy wzorów (2) i (3),  $BEVA$  opisaną formułą (1) można sprowadzić do postaci:

$$BEVA = ROE_{ZO} - k_e \times K_E. \quad (4)$$

Słownie bankową ekonomiczną wartość dodaną ( $BEVA$ ) można określić jako różnicę pomiędzy zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a kosztem kapitału własnego wyrażonym kwotowo. Równoważnie  $BEVA$  zdefiniować można jako iloczyn operacyjnej rentowności kapitału własnego, pomniejszony o koszt kapitału własnego wyrażony w procencie a kwotą zainwestowanego kapitału własnego.

Zysk ekonomiczny jest wewnętrzną miarą kreowania wartości. Zewnętrzne ujęcie tworzenia przez przedsiębiorstwo wartości dodanej stanowi rynkowa wartość dodana (*Market Value Added - MVA*).

Rynkowa wartość dodana, określana jako różnica pomiędzy rynkową wartością przedsiębiorstwa ( $V$ ), a wartością zainwestowanego kapitału w działalność operacyjną ( $K$ ), przyjmuje postać:

$$MVA = V - K, \quad (5)$$

gdzie:  $V$  – wartość brutto (całkowita) przedsiębiorstwa (banku),

$K$  – wartość zainwestowanego kapitału przez wszystkich dawców kapitałów w działalność operacyjną.

Za kapitał zainwestowany w banku komercyjnym uznaje się wszystkie pozycje pasywów, zaangażowane w działalność operacyjną. W praktyce oznacza to sumę bilansową banku, pomniejszoną o pozycję pasywów **fundusze specjalne i inne zobowiązania** a także **koszty i przychody rozliczalne w czasie oraz zastrzeżone**. Bliższe sprecyzowanie kapitału zainwestowanego w banku zawiera poniższa specyfikacja, wyrażająca się jako suma:

- księgowej wartości kapitałów, uznawanych za obce, od których wymagana jest opłata w postaci odsetek bądź innych ekwiwalentów za użyczony kapitał,
- skorygowanej, księgowej wartości kapitałów własnych<sup>2</sup>.

W ocenie danej spółki kapitałowej pod kątem przyrostu wartości, oprócz samej wielkości  $MVA$  (która powinna być jak największa, co najmniej większa od zera), istotną informacją cechuje się poziom zmiany w czasie rynkowej wartości dodanej.

Podstawowa różnica pomiędzy zyskiem ekonomicznym a rynkową wartością dodaną polega na horyzoncie czasowym, dotyczącym analizy. Zysk ekonomiczny jest miarą kreowania wartości dodanej w krótkim okresie czasu, maksymalnie do jednego roku. Zaś  $MVA$  kwantyfikuje rezultaty maksymalizacji dla właścicieli w ujęciu dłuższego horyzontu czasowego.

<sup>2</sup> Skorygowana wartość księgowa kapitału własnego zawiera korekty kapitału własnego odczytywanego z bilansu, o korekty niezbędnego ujęcia całkowitego kapitału zainwestowanego przez właścicieli. Twórcy miernika  $MVA$  skorygowaną wartość kapitału własnego ( $K_E$ ) określają mianem **ekonomicznej wartości księgowej kapitału własnego**, zaś wartość zainwestowanego kapitału ( $K$ ) – **ekonomiczną wartością księgowego kapitału zainwestowanego**.

## Czynniki kreujące wartość banku

Maksymalizacja wartości banku komercyjnego nie jest procesem jednokrotnym. Przyrost wartości powinien być stałym elementem działalności banku. Przedstawione koncepcje pomiaru tworzenia wartości (*BEVA*, *MVA*) są jedynie narzędziami analitycznymi, mierzącymi efekty kreowania, bądź marnotrawienia wartości dodanej dla akcjonariuszy oraz zwiększania lub zmniejszania rynkowej wartości banku. Ograniczenie zarządzania przez wartość tylko do monitoringu maksymalizacji wartości poprzez powyższe mierniki byłoby zbyt daleko idącym uproszczeniem. Wartość dodana powstaje w wyniku prowadzenia działalności operacyjnej, której rentowność przewyższa koszty kapitału. Zarząd banku zmuszony jest do ciągłego poszukiwania nośników i sposobów podwyższania jego wartości rynkowej. Wymaga to identyfikacji czynników kreowania wartości dodanej, określanych również jako tzw. **generatory wartości** (*value drivers*). Znajomość generatorów wartości i zachodzących pomiędzy nimi wspólnych powiązań pozwala na efektywne zarządzanie bankiem komercyjnym z punktu widzenia maksymalizacji jego wartości rynkowej, przejawiające się na lokalizacji obszarów tworzących i niszczących wartość. Rozpoznanie i wpływanie na kluczowe czynniki wzrostu wartości jest ważnym elementem zarządzania przez wartość. Pozwoli to ścisłemu kierownictwu na wyeliminowanie działań w obszarach nieprzynoszących wzrostu wartości, pozostawiając możliwości koncentracji na inwestowaniu w działalność przynoszącą korzyści w postaci wartości dodanej, co w konsekwencji przyczyni się do wzrostu wartości rynkowej.

T. Copeland, T. Koller i J. Murrin sprowadzają koncepcję zarządzania przez wartość do prostej finansowej przesłanki, zakładającej, iż: „inwestycja tworzy wartość, jeżeli stopa zwrotu jest wyższa od stopy możliwej do uzyskania z inwestycji o podobnym ryzyku”<sup>3</sup>.

W zarządzaniu wartością w bankowości powyższe stwierdzenie przekłada się na zasadę, iż z dwóch banków, generujących równe, wyrażone kwotowo zyski, przy porównywalnym ryzyku aktywów, większą wartość wytworzy bank cechujący się mniejszą wielkością kapitału zainwestowanego w działalność bankową. Spowodowane jest to osiągnięciem większej stopy zwrotu z inwestycji, co ma swoje przełożenie na kreowanie dodatkowej wartości banku. Niestety, praktyczna implementacja zarządzania przez wartość nie jest równie prosta, jak powyższe uzasadnienie teoretyczne.

Czynniki tworzące wartość są identyfikowalne w obszarze samego banku, a także w jego otoczeniu bliższym i dalszym. Z dalszych rozważań wykluczamy te czynniki, które znajdują się poza wpływem zarządu banku na ich tworzenie i zmiany, choć osoby ze ścisłego kierownictwa banku muszą brać je pod uwagę przy podejmowaniu swoich decyzji. Do tego typu czynników zaliczyć można przykładowo:

- inflację,
- poziom stóp procentowych,
- poziom stanu rezerw obowiązkowych,
- stopę podatku dochodowego (a także ulgi i zwolnienia),
- decyzje nadzoru bankowego, zwłaszcza odnośnie wymogów wypłacalności.

Dla każdego banku komercyjnego można zdefiniować indywidualną listę czynników, wpływających na wartość, tzw. mikrocynniki, przyczyniające się do maksymalizacji wartości. Zawartość tej listy uzależnia przede wszystkim obszar działalności, na którym dana instytucja finansowa skupia swą podstawową działalność. Z tego względu w dalszej części opracowania skoncentrujemy uwagę na ogólnych czynnikach oddziaływujących na kreację wartości banku komercyjnego.

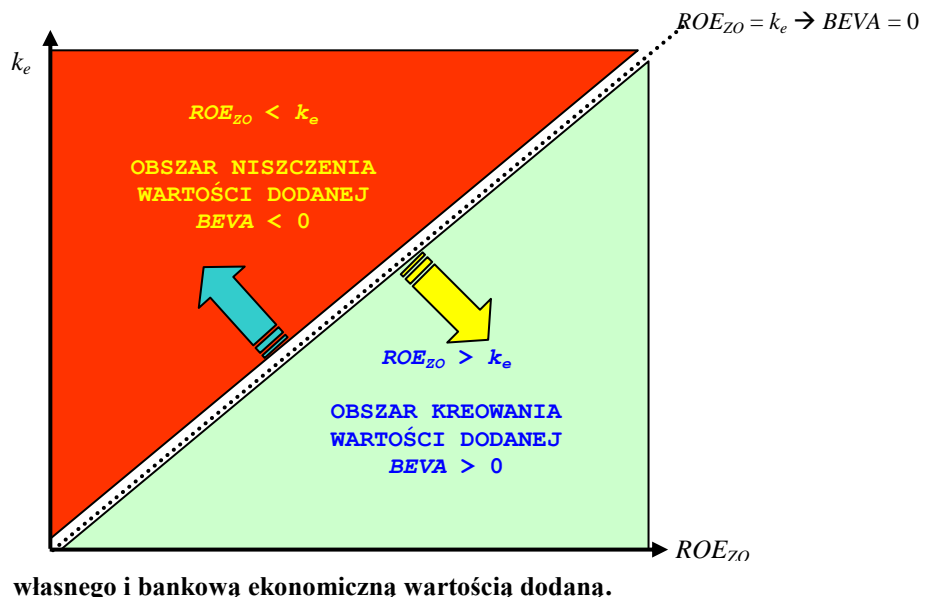
Kreowanie dodatkowej wartości w długim okresie czasu (wzrost *MVA*) nastąpi w wyniku osiągnięcia na przestrzeni lat ciągu dodatniej bankowej ekonomicznej wartości dodanej (*BEVA* > 0), a ta z kolei generowana jest w wyniku osiągnięcia nadwyżki operacyjnej rentowności kapitału własnego, ponad koszt kapitału własnego wyrażony w procencie. Kluczem do poszukiwań **generatorów war-**

<sup>3</sup> T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig Press, Warszawa 1997, s. 68.

tości banku komercyjnego jest zatem szczegółowe rozbitcie na czynniki pierwsze bankowej ekonomicznej wartości dodanej, będącej siłą napędową wzrostu *MVA* banku.

Graficzne ujęcie obszaru nadwyżki operacyjnej rentowności kapitału własnego banku ponad jego koszt, a ściślej mówiąc zachodzące relacje pomiędzy  $ROE_{ZO}$ , kosztem kapitału własnego i *BEVA* przedstawia rys. 1. Kreowanie wartości dodanej występuje w obszarze dolnego trójkąta, gdzie zachodzi prawdziwość relacji  $ROE_{ZO} > k_e$ . Strefa marnotrawienia wartości dla akcjonariuszy znajduje się w przeciwnym, górnym trójkącie ( $ROE_{ZO} < k_e$ ). Pomiedzy obydwoima obszarami znajduje się prosta – zaznaczona przerywaną linią, przechodząca przez punkty, na których koszt kapitału własnego równa się rentowności operacyjnej kapitałów własnych. Wówczas zachodzi relacja  $ROE_{ZO} = k_e$ , co ustala *BEVA* na poziomie zerowym, nie kreując, ale również nie niszcząc wartości. Przesuwanie się od linii punktów zerowej *BEVA* w kierunku prawego dolnego rogu oznacza maksymalizację do nieskończoności bankowej ekonomicznej wartości dodanej, zwiększając bogactwo akcjonariuszy, zaś przeciwny kierunek, zmniejsza *BEVA*, dążąc do wartości nieskończenie ujemnych, prowadząc w efekcie do spadku majątności właścicieli<sup>4</sup>.

Rys. 1. Relacja zachodząca pomiędzy rentownością operacyjną kapitałów własnych, kosztem kapitału



Źródło: Opracowanie własne.

Rozbitcie miernika *BEVA* na poszczególne części pozwoli nam zobrazować od jakich elementów zarządzania finansowego bankiem komercyjnym uzależniony jest proces generowania wartości. Analiza tych elementów pozwoli na orientację, w jakim obszarze – tworzenia bądź niszczenia wartości – znajduje się dany bank. Graficzne ujęcie schematu generowania bankowej ekonomicznej wartości dodanej prezentuje – w wariantcie pierwszym rys. 2., zaś wersję drugą ilustruje rys. 3.

Za punkt wyjścia analizy czynników kreacji wartości przyjęliśmy wzór (4), opisujący *BEVA*. Oba warianty w ostatecznym rezultacie dają takie same wyniki *BEVA*, lecz różnią się pomiędzy sobą odmiennym podejściem rozbitcia operacyjnej rentowności kapitału własnego ( $ROE_{ZO}$ ).

W pierwszym wariantcie (rys. 2.), operacyjną rentowność kapitału własnego rozbijamy na wskaźnik  $ROE_{ZO}$  przed opodatkowaniem oraz czynnik realnego opodatkowania  $(1 - T_{EF})$ . Realna stopa opodatkowania ( $T_{EF}$ ) jest więc, wraz z księgową wartością kapitału własnego i jego kosztem, kluczowym czynnikiem kreowania wartości. Pomimo, iż na stopę opodatkowania bank nie ma większego wpływu, to jednak czynnik ten powinien być brany pod uwagę podczas każdej analizy finansowej, dotyczącej kreowania wartości dodanej.

<sup>4</sup> D. Siudak, *Wskaźniki zarządzania przez wartość banku komercyjnego. Aspekty teoretyczno-metodyczne*, „e-finanse” 2007, nr 1.

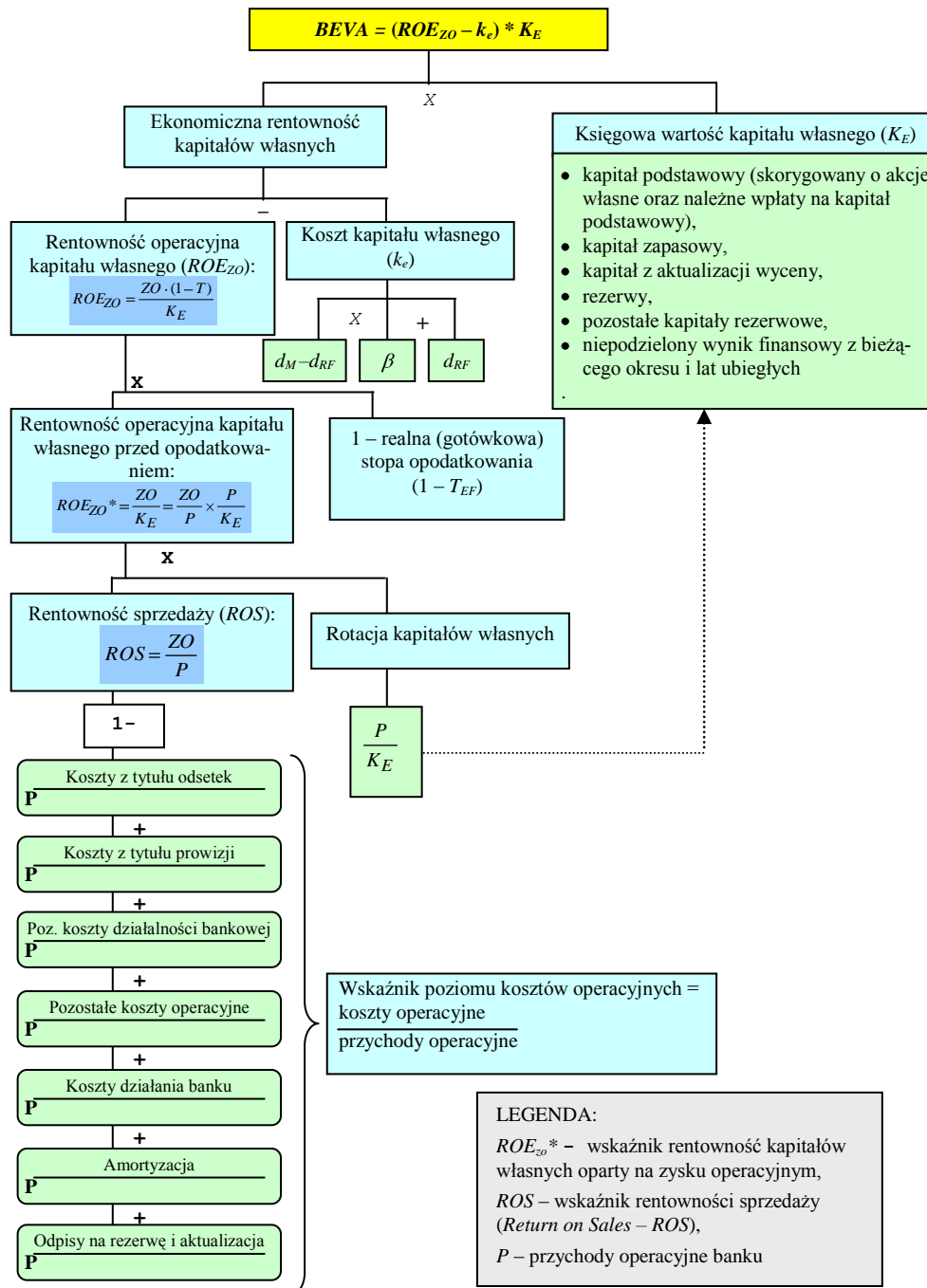
Rentowność operacyjną kapitału własnego przed opodatkowaniem można wyrazić w postaci

$$ROE_{ZO}^* = \frac{ZO}{K_E} = \frac{ZO}{P} \times \frac{P}{K_E}, \quad (6)$$

gdzie:  $ROE_{ZO}^*$  – rentowność operacyjna kapitału własnego przed opodatkowaniem,  
 $ZO$  – zysk operacyjny banku,  
 $K_E$  – księgową wartość kapitału własnego,  
 $P$  – przychody operacyjne banku,

czyli, jako iloczyn rentowności sprzedaży (*Return on Sales – ROS*) i rotacji kapitałów własnych. Rentowność sprzedaży jest pochodną poszczególnych kosztów i przychodów operacyjnych banku, zaś rotacja kapitałów własnych zależy od sumy przychodów operacyjnych w stosunku do wielkości kapitału własnego. Sprawia to, iż iloczyn relacji kosztów operacyjnych do przychodów operacyjnych i rotacji kapitału własnego, dodatkowo uwzględniając gotówkowy podatek dochodowy, musi przewyższać koszt kapitału własnego, wyrażonego w procencie. Wówczas wystąpi dodatnia *ekonomiczna rentowność kapitałów własnych* ( $ROE_{ZO} - k_e > 0$ ), powodując dodatnią *BEVA*.

Rys. 2. Schemat generowania BEVA z punktu wyjścia relacji przychody – koszty operacyjne.



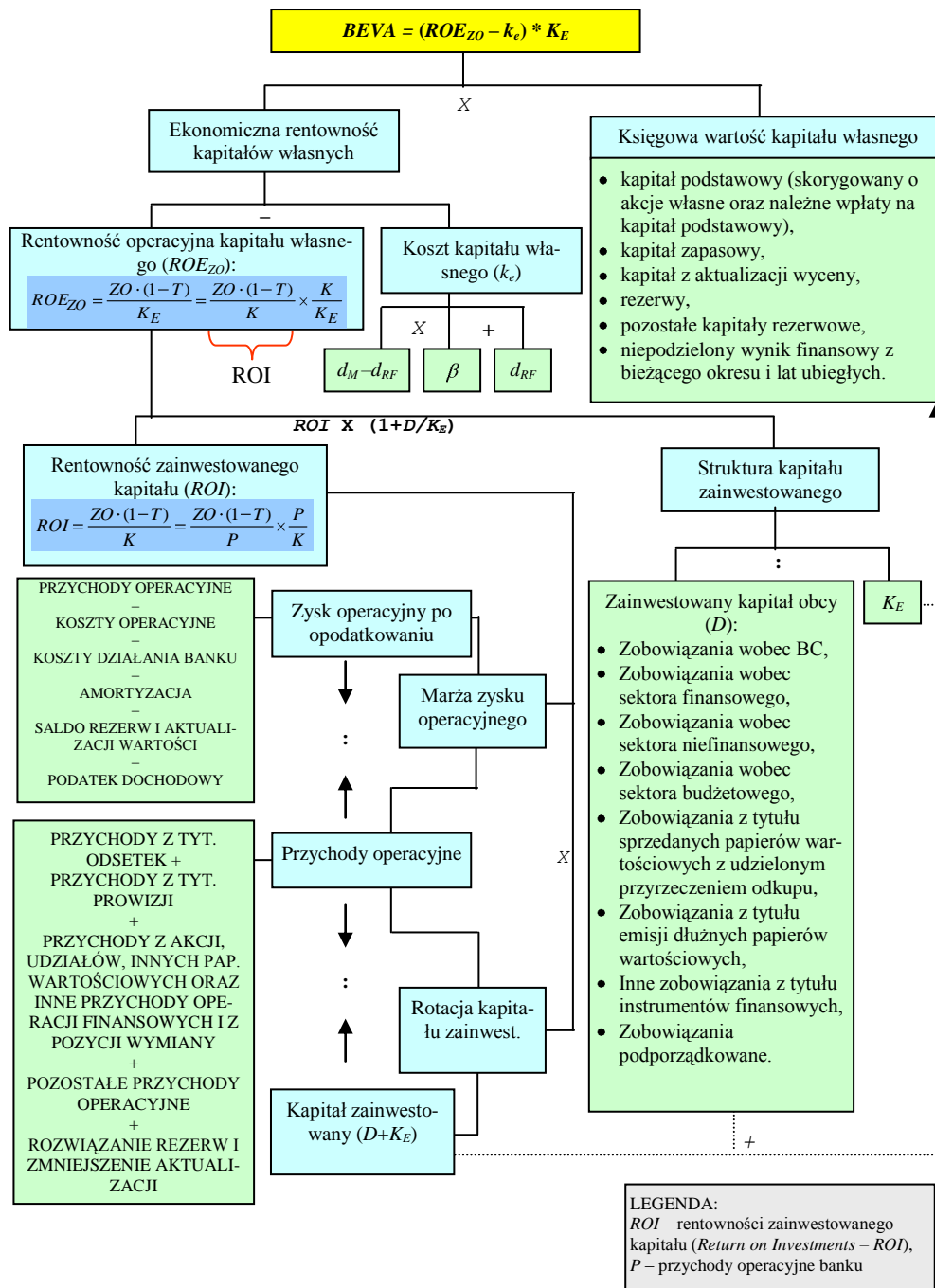
Źródło: Opracowanie własne.

W drugim podejściu schemat generowania BEVA (rys. 3.) oparty jest również na rentowności operacyjnej kapitału własnego, lecz dekomponowany w odmienny sposób.

$$ROE_{ZO} = \frac{ZO \cdot (1-T)}{K_E} = \frac{ZO \cdot (1-T)}{K} \times \frac{K}{K_E}, \quad (7)$$

gdzie:  $ROE_{ZO}$  – rentowność operacyjna kapitału własnego,  
 $K$  – wartość księgową zainwestowanego kapitału przez wszystkich dawców kapitałów w działalność operacyjną.

Rys. 3. Schemat generowania BEVA z punktu wyjścia struktury kapitału zainwestowanego.



Źródło: Opracowanie własne.

Powyższy wskaźnik wyrażony jest w postaci iloczynu rentowności operacyjnej zainwestowanego kapitału (*Return on Investments – ROI*) i ilorazu kapitału zainwestowanego do kapitału własnego. Iloraz ten, w celu łatwiej przyswajalnego zobrazowania zależności wpływających na BEVA, został poprzez matematyczne przekształcenie wyrażony w postaci wskaźnika struktury kapitału i zdefiniowany jako relacja wartości księgowej zainwestowanego kapitału obcego do księgowej wartości kapitału własnego ( $D/K_E$ ). Zaś wskaźnik ROI został podzielony na iloczyn marży zysku operacyjnego (tj. iloraz zysku operacyjnego po opodatkowaniu do przychodów operacyjnych) i stopnia wykorzystania

(rotacji) kapitału zainwestowanego (tj. iloraz przychodów operacyjnych do kapitału zainwestowanego –  $K$ ), co prezentuje poniższa formuła:

$$ROI = \frac{ZO \cdot (1-T)}{P} \times \frac{P}{D + K_E} \quad (8)$$

gdzie:  $D$  – wartość księgowa kapitałów obcych banku.

Podejście generowania *BEVA*, zaprezentowane w drugim wariancie, uzmysławia, iż rentowność operacyjna kapitału własnego ( $ROE_{ZO}$ ) zależy nie tylko od przychodów i kosztów operacyjnych wraz z wielkością kapitału własnego, co wykazano w pierwszym schemacie, lecz uzależniona jest także od wielkości i struktury kapitału zainwestowanego.

Na podstawie zaprezentowanej analizy schematu generowania zysku ekonomicznego przez bank komercyjny, można stwierdzić, iż kluczowymi czynnikami determinującymi – w aspekcie finansowym – wartość dodaną są:

- księgowa wartość kapitałów własnych ( $K_E$ ),
- koszt kapitału własnego ( $k_e$ ),
- realna gotówkowa stopa podatku dochodowego, bądź rzeczywiście zapłacona kwota podatku dochodowego<sup>5</sup>,
- marża zysku operacyjnego, czyli różnica pomiędzy przychodami i kosztami operacyjnymi w relacji do przychodów operacyjnych,
- rotacja kapitałów własnych oraz rotacja kapitału zainwestowanego,
- struktura kapitału zainwestowanego, tj. relacja kapitałów obcych, zainwestowanych w działalność operacyjną banku komercyjnego do wartości kapitałów własnych.

Przedstawione powyżej czynniki ujęte są w sposób statyczny. Dynamiczna analiza kreowania wartości dodanej pozwala zdefiniować dodatkowe trzy źródła wzrostu wartości:

- dodatkowe inwestycje w aktywa operacyjne banku,
- tempo wzrostu rotacji kapitałów, poprzez proporcjonalnie większy wzrost przychodów operacyjnych, implikowane dodatkowymi inwestycjami w obszary kreujące wartość dodaną,
- długość okresu wzrostu, czyli okresu przewagi konkurencyjnej, przejawiającej się przedziałem czasu, w którym konkurencyjność banku pozwoli na osiągnięcie większej stopy  $ROE_{ZO}$  ponad koszt kapitału własnego, co prowadzi do kreowania wartości dodanej. Okres ten kończy się w momencie, gdy w wyniku procesów konkurencyjnych, zachodzących na rynku, koszt kapitału zrówna się z  $ROE_{ZO}$ .

Bezdyskusyjny jest fakt, kreowania wartości dodanej w bankowości w momencie:

- minimalizacji kosztu kapitału własnego,
- minimalizacji realnej gotówkowej stopy podatku dochodowego,
- maksymalizacji marży zysku operacyjnego,
- zwiększaniu rotacji kapitałów własnych oraz rotacji kapitału zainwestowanego,
- maksymalizacji tempa wzrostu rotacji kapitałów,
- wzrostu dodatkowych inwestycji w aktywa operacyjne banku (pod warunkiem uzyskania z nich większej rentowności od kosztu kapitału własnego),
- maksymalizacji długości okresu wzrostu (okresu przewagi konkurencyjnej).

Oczywiście przy podejmowaniu decyzji co do maksymalizacji marży zysku operacyjnego kierownictwo banku powinno uwzględniać wpływ tych decyzji na kształtowanie się wielkości przychodów, bezpośrednio wpływających na rotację kapitałów. Warto również zauważyć niezaprzeczalny fakt dobroczynnego wpływu minimalizacji stopy opodatkowania na kreowanie wartości dodanej

<sup>5</sup> Bank komercyjny oczywiście poprzez kreatywne zapisy księgowe posiada do pewnego stopnia wpływ na wielkość płaconego podatku. Mając na uwadze, iż jakiegokolwiek manipulacje księgowe z punktu widzenia *VBM* są niedopuszczalne, można przyjąć, że podatek dochodowy jako czynnik kreowania wartości jest niezależny od zarządu.

banku komercyjnego. Nie występuje paradoks wykazany przez M. Siudaka<sup>6</sup>, związany z pozytywnym wpływem (w szczególnych okolicznościach) zwiększania stopy podatku dochodowego na ekonomiczną wartość dodaną przedsiębiorstw produkcyjno-usługowych<sup>7</sup>.

Spoglądając na równania określające BEVA (1), (2), (4) oraz analizując schematy kreowania wartości dodanej (rys. 2. i 3.) wynika, iż wartość księgowa kapitałów własnych powinna być jak najmniejsza, zaś wskaźnik struktury kapitału – relacja  $D/K_E$  – jak największy. Wynika to z faktu pozytywnego wpływu dźwigni finansowej na zyskowność kapitałów własnych. Aby zaistniał pozytywny efekt dźwigni finansowej, musi być spełniony warunek mniejszego kosztu kapitałów obcych ( $k_d$ ) od kosztu kapitałów własnych ( $k_e$ )<sup>8</sup>:

$$k_d(1-T) < k_e, \quad (9)$$

co w praktyce gospodarczej banków komercyjnych zazwyczaj występuje.

Należy również mieć na uwadze teorię struktury kapitału określanej mianem **teorii substytucji**, uwzględniającej tzw. **koszty trudności finansowych** (inaczej koszty bankructwa). Teoria substytucji głosi, iż koszty bankructwa wkalkulowane są w oczekiwania rynku kapitałowego, dotyczące ryzyka upadłości w miarę zwiększania się ilorazu kapitałów obcych do kapitałów własnych ( $D/K_E$ ). Oczekiwania te wyrażają się w podwyższonej, wymaganej stopie zwrotu – za sprawą zwiększenia współczynnika beta określającego ryzyko operacyjne oraz finansowe spółki – ponieważ właściciele (akcjonariusze) oczekują wyższego wynagrodzenia za zwiększone ryzyko niewypłacalności (tj. ryzyka finansowego). Jest tak, jeśli rynek kapitałowy działa w warunkach efektywności w formie co najmniej słabej. W banku komercyjnym relacja dług/kapitał własny jest oczywiście o wiele większa niż ma to miejsce w przypadku przedsiębiorstw sektora niefinansowego, co jest uzasadnione specyfiką działalności bankowej. Jednakże minimalizacja kapitałów własnych banku ponad „rozsądny” poziom może doprowadzić do znacznego zwiększenia kosztu kapitału własnego, w postaci  $\Delta\beta$  na mocy równości definiującej zmianę współczynnika beta skorygowanego ryzykiem finansowym:

$$\Delta\beta = \left( \beta \times \left[ 1 + \Delta \frac{D}{K_E} \cdot (1-T) \right] \right) - \beta, \quad (10)$$

zaś zmiana kosztu kapitału własnego wówczas wyniesie:

$$\Delta k_e = (d_M - d_{RF}) \cdot \Delta\beta, \quad (11)$$

gdzie:  $d_M$  – oczekiwana stopa dochodowości z akcji o przeciętnym ryzyku,  
 $d_{RF}$  – stopa zwrotu wolna od ryzyka.

Dodatkowo wzrost relacji  $D/K_E$  do nieprzeciętnie wysokiego poziomu może doprowadzić do żądania od banku przez dawców kapitałów obcych (dotyczy to przede wszystkim instytucji sektora

<sup>6</sup> M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.

<sup>7</sup> Autor wykazał zaskakującą zależność, iż w szczególnych warunkach, kiedy *EBIT* jest niewielki, a kapitał zainwestowany relatywnie duży, to spadek stopy opodatkowania może obniżyć ekonomiczną wartość dodaną. Uzasadnia to fakt, iż przy małym zysku operacyjnym oraz relatywnie dużym kapitale zainwestowanym efekt osłony podatkowej z tytułu kosztów finansowych może nie zostać skompensowane zmniejszeniem kwoty podatku z tytułu opodatkowania *EBIT*. W tych samych warunkach przy wzroście stopy podatku przyrost efektu tarczy podatkowej może być większy niż przyrost podatku i w konsekwencji *EVA* może wzrosnąć (M. Siudak, *Zarządzanie...*, *op.cit.*, s. 86). Oczywiście wniosek ten nie oznacza, iż stopa podatku dochodowego powinna wynosić 100%, ponieważ wówczas jedynym beneficjentem kreowania wartości byłoby państwo, co jest sprzeczne z definicją *VBM*. Natomiast w banku komercyjnym koszty finansowe są składnikiem zysku operacyjnego, co sprawia, iż zmiana stopy podatku dochodowego ma taki sam wpływ na przychody, jak i na koszty.

<sup>8</sup> Oczywiście musi zostać spełniony również warunek uzyskania większej rentowności z pożyczonych kapitałów od ich kosztu po opodatkowaniu.

finansowego deponując swoje środki na lokatach) zapłacenia większego oprocentowania z tytułu podwyższenia ryzyka niespłacenia zaciągniętych zobowiązań<sup>9</sup>.

Problem kosztów bankructwa zaznacza M. Michalski: „Inwestorzy na rynku kapitałowym, zarówno po stronie dłużnych papierów wartościowych, jak i akcji przenoszą swoje oczekiwania co do kosztów bankructwa przez wymaganą stopę zwrotu na bieżące ceny i warunki pozyskiwania przez przedsiębiorstwo nowego kapitału, nie czekając na faktyczne wystąpienie lub brak wystąpienia bankructwa. Skala wpływu kosztów bankructwa na wartość firmy będzie zależeć od dwóch zasadniczych czynników: (1) prawdopodobieństwa bankructwa; (2) wartości utraconej w wypadku jego wystąpienia”<sup>10</sup>.

Maksymalizowanie wartości rynkowej banku nie może sprowadzać się jedynie do zwiększania bazy kapitałowej, lecz powinno skupiać się na generowaniu rentowności kapitałów zainwestowanych przewyższających ich koszt. Wówczas nastąpi wykreowanie wartości dodanej. Mając na uwadze podstawowy wzór bankowej ekonomicznej wartości dodanej, spośród dwóch banków, osiągających na przestrzeni lat, te same wielkości kapitału zainwestowanego przez właścicieli i jego kosztu, więcej wart jest ten, który generuje większe zyski operacyjne po opodatkowaniu. Dwa banki o tych samych strumieniach zysku operacyjnego, przy tej samej wartości kapitału własnego (rentowność operacyjna kapitałów własnych obu banków jest równa), więcej warty jest bank o mniejszym koszcie kapitału własnego. Wreszcie przy tych samych strumieniach zysku operacyjnego oraz równym koszcie kapitału własnego, więcej wartym jest bank o mniejszym kapitale własnym (w tym przypadku podkreślamy założenie o równym koszcie kapitału własnego).

Tab. 1. Analiza wpływu podstawowych czynników na kształtowanie BEVA.

BANK	A	B	C	D	E	F
SPECYFIKACJA						
(1) $ZO(1-T)$	100	10	100	10	10	100
(2) $K_F$	1 000	100	1 000	100	100	1 000
(3) = (1)/(2) $ROE_{ZO}$	10%	10%	10%	10%	10%	10%
(4) $k_e$	5%	5%	10%	10%	15%	15%
(5) Relacja $ROE_{ZO}$ do $k_e$	$ROE_{ZO} > k_e$	$ROE_{ZO} > k_e$	$ROE_{ZO} = k_e$	$ROE_{ZO} = k_e$	$ROE_{ZO} < k_e$	$ROE_{ZO} < k_e$
(6) = (1)-(4)*(2) BEVA	50	5	0	0	-5	-50

Źródło: Opracowanie własne.

Do ciekawych wniosków prowadzi analiza bankowej ekonomicznej wartości dodanej zaprezentowana w tab. 1. Rozpatrywanych jest sześć banków (oznaczonych symbolami literowymi od A do F), których operacyjna rentowność kapitałów własnych ( $ROE_{ZO}$ ) w każdym przypadku wynosi 10%. Różnią się jednak zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu i zainwestowanym kapitałem własnym, lecz ich relacja (iloraz) zawsze wynosi 10%. Koszt kapitału własnego banku A i B wynosi 5%, C i D 10%, zaś E i F 15%. Zakładamy, iż struktura kapitału (ryzyko finansowe) jest porównywalna, zatem różnice kosztu kapitału własnego pomiędzy analizowanymi bankami wynikają wyłącznie (bezpośrednio) z ryzyka operacyjnego.

Banki A i B kreują wartość dodaną, BEVA banków C i D równa jest zero, zaś banki E i F osiągną ujemną BEVA, co determinowane jest zmianami kosztu kapitału własnego ( $k_e$ ). Jednakże bank A wygenerował więcej wartości dodanej od banku B (dokładnie o 45 jednostek) pomimo dokładnie równej nadwyżki pomiędzy  $ROE_{ZO}$  a  $k_e$  ( $ROE_{ZO} - k_e = 5\%$ ). Bank A pomnaża w większym stopniu wartość dla akcjonariuszy poprzez zwiększoną skalę działalności przejawiającą się podwyższoną

<sup>9</sup> Należy mieć na uwadze, iż nie dotyczy to większości klientów indywidualnych, ponieważ zazwyczaj nie prowadząc analizy ryzyka wypłacalności banku, nie zdają sobie sprawy z towarzyszącego ryzyka. Dodatkowo na straży depozytów ludności lokowanych w polskich bankach stoi Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG), gwarantujący zwrot określonej sumy utraconych środków w wyniku upadłości banku objętego ochroną gwarancyjną funduszu.

<sup>10</sup> M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, Wig Press, Warszawa 2001.

wartością zainwestowanego kapitału własnego a przez to większą wielkością zysku operacyjnego po opodatkowaniu. Można stwierdzić, iż bank B posiadając zdolność generowania wartości dodanej ( $ROE_{ZO} > k_e$ ) nie wykorzystuje w pełni swojego potencjału w postaci mniejszej wartości zainwestowanego kapitału, czyli mniejszej (ograniczonej) skali działalności<sup>11</sup>. Odwrotna sytuacja występuje pomiędzy bankami E i F. Obie instytucje osiągają mniejszą stopę zwrotu z kapitału własnego od jego kosztu ( $ROE_{ZO} - k_e = -5\%$ ). W związku z większą skalą działalności banku F, wartość dla akcjonariuszy niszczona jest w większym stopniu (o -45 jednostek) od banku E. Natomiast *BEVA* banku C i D wynosi zero, bez względu na ilość kapitału własnego i osiągniętego zysku operacyjnego. Oba banki zarabiają dokładnie tyle, ile wynosi kwotowy koszt kapitału własnego (bank C zarobił po opodatkowaniu 100 jednostek przy wymaganym koszcie 10% od 1 000 jednostek kapitału własnego, zaś bank D zarobił 10 jednostek przy koszcie 10% od 100).

Na podstawie powyższej analizy dochodzimy do istotnie ważnego wniosku: iż przy spełnieniu zależności  $ROE_{ZO} > k_e$ , *BEVA* będzie dodatnia, lecz ostateczną jej wysokość determinuje wartość zainwestowanego kapitału własnego przy zachowaniu proporcjonalnej relacji zainwestowanego kapitału obcego do kapitału własnego. W przypadku odwrotnej zależności  $ROE_{ZO} < k_e$ , *BEVA* będzie ujemna, zaś jej ostateczna wielkość uzależnia również wartość zainwestowanego kapitału własnego, zachowując proporcjonalną relację zainwestowanego kapitału obcego do kapitału własnego. Wynika z tego istotny wniosek, iż w momencie, gdy operacyjna rentowność kapitału własnego jest niższa od kosztu kapitału własnego, dodatkowy wzrost księgowej wartości kapitałów własnych przyczyni się do zniszczenia wartości dodanej. Zaś przy zachodzącej zależności  $ROE_{ZO} = k_e$ , bankowa ekonomiczna wartość dodana będzie równa zero, niezależnie od wielkości skali działania. Wypada jednak podkreślić znaczenie wielkości skali działania, którego efekt przeradza się w większą wartość zainwestowanego kapitału. Wzrost skali działania banku komercyjnego – zgodnie z maksymą „zbyt duży, aby upaść” – może doprowadzić do obniżenia kosztu kapitału własnego, co ostatecznie podwyższy wielkość miernika *BEVA*.

Z powyższych rozważań dotyczących udziału finansowania aktywów banku kapitałami własnymi jasno wynika, iż wszelkie decyzje, co do docelowej struktury kapitału, determinowane są czynnikami mającymi zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na maksymalizację wartości. Dodatkowo bank zobligowany jest normami ostrożnościowymi systemu nadzorczego do utrzymywania na określonym poziomie współczynnika wypłacalności. Wszystko to stawia wymóg poparcia wszelkich decyzji w zakresie zmian kształtowania struktury kapitału banku szerokim ekonomicznym rachunkiem efektywności z punktu widzenia kreowania wartości dodanej. Problematyka oceny wpływu kształtowania optymalnej struktury kapitału na wartość dodaną banku jest znacznie bardziej skomplikowana niż by się to mogło pierwotnie wydawać, co stawia wymóg przeprowadzenia odrębnych badań i analiz studialno-poznawczych.

Istnieje szereg czynników, których efekt pośrednio przekłada się na finansowe oczekiwania maksymalizacji wartości banku. Należy do nich optymalna struktura kapitału oraz związane z tym zagadnieniem pojęcie optymalnej polityki dywidend. Z punktu widzenia zarządzania przez wartość, każda spółka akcyjna notowana na giełdzie papierów wartościowych powinna zdefiniować i prowadzić określoną politykę dywidend. Optymalna polityka w zakresie dywidend to ta, która maksymalnie wpływa na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Ustalenie strategii wypłat dywidend leży w kompetencjach zarządu spółki, który przedstawia rekomendację na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (WZA), gdzie akcjonariusze na mocy stosownej uchwały podejmują ostateczną decyzję w zakresie podziału zysku netto, która może przybrać dwa, skrajne przypadki:

- wypłacić dywidendę obejmującą w całości osiągnięty zysk netto,
- reinwestycję całości zysku netto w celach rozwoju spółki.

Wagę decyzji odnośnie kształtowania polityki dywidend podkreślają słowa M. Sierpińskiej: „Decyzje odnoszące się do polityki dywidend są jednym z ważniejszych obszarów decyzji finansowych spółek obok rozstrzygnięć dotyczących inwestycji oraz kształtowania optymalnej struktury kapitału. Dywidendy jako element podziału zysku netto mają ścisły związek z realizacją strategicznych celów spółki. Powstaje więc problem, jak duże powinny być wypłaty dywidend w aspekcie

<sup>11</sup> Ponieważ zakładaliśmy, iż struktura kapitału jest porównywalna, zatem mniejsza kwota kapitału własnego oznacza również mniejszą wartość zainwestowanego kapitału obcego.

trwania spółki na rynku i jej długofalowego rozwoju. Dla akcjonariuszy problem wypłat dywidend sprowadza się do wyboru pomiędzy dochodami bieżącymi, a korzyściami przyszłych okresów. Korzyści te w postaci zysków kapitałowych są wynikiem reinwestycji zysku zatrzymanego w spółce. (...) Powstaje zatem pytanie, czy inwestorzy mają świadomość, że poprzez wypłatę dywidend zarząd spółki będzie zmuszony do pozyskiwania środków na rozwój z zewnątrz, bądź nastąpi ograniczenie szans rozwojowych spółki<sup>12</sup>.

Zarząd spółki akcyjnej zobowiązany jest do kształtowania racjonalnej polityki dywidend, będącej optymalnym kompromisem pomiędzy obecnymi, a przyszłymi (potencjalnymi) korzyściami, nakierowanym na cel maksymalizacji rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Opracowanie polityki dywidend jest zagadnieniem z zakresu zarządzania finansami o charakterze długoterminowym.

Strategia dzielenia się zyskami z akcjonariuszami ma wpływ na księgową wartość kapitałów własnych, co związane jest bezpośrednio ze strukturą kapitału. Zyski zatrzymane są obciążone tym samym kosztem co kapitał akcyjny. Stawia to wymóg kalkulacji czy bank posiada efektywne możliwości alokacji zatrzymanych zysków ponad oczekiwany koszt kapitału własnego, w przypadku chęci zatrzymania części lub całości zysku netto. Jeżeli bank nie dysponuje efektywnymi sposobnościami zainwestowania zysków zatrzymanych, należy wypłacić całość zysku netto w postaci dywidendy<sup>13</sup>.

Alternatywnym rozwiązaniem dla wypłaty dywidend jest wykup własnych akcji w celu ich umorzenia, a w efekcie zmniejszenia liczby akcji w obrocie giełdowym, nazywany w literaturze fachowej jako operacja rekaptalizacji (*Leverage Recapitalization – LR*). Skutkiem tego zabiegu jest zmiana struktury kapitału, w postaci zmniejszenia wartości księgowej kapitałów własnych. Ponieważ w praktyce gospodarczej każdy bank posiada kapitały obce, wykup własnych akcji w przypadku banków przybiera postać operacji rekaptalizacji wspieranej długiem, a więc zwykłej operacji zwiększającej współczynnik długu do kapitału własnego<sup>14</sup>. Pozytywny wpływ operacji rekaptalizacji na wzrost wartości rynkowej będzie miał miejsce w momencie, gdy spełniony będzie warunek:

$$k_d(1-T) < k_e, \quad (12)$$

co przekłada się na wzrost rentowności kapitałów własnych nad rentownością aktywów, w efekcie pozytywnego wpływu dźwigni finansowej, za sprawą dodatkowych korzyści wynikających z osłony podatkowej  $(1-T)$ . Należy pamiętać, iż po dokonaniu operacji rekaptalizacji wspieranej długiem, ulega znacznemu zwiększeniu finansowe ryzyko niewypłacalności i bankructwa banku, poprzez wzrost wskaźnika  $D/K_E$ . Podobnie jak w przypadku wypłaty dywidendy, przeprowadzenie operacji skupu własnych akcji należy przeanalizować pod kątem zachowania ustawowego współczynnika wypłacalności na wymaganym poziomie. W przypadku, gdy nierówność (12) nie jest spełniona, zarząd banku powinien wstrzymać się z umorzeniem własnych akcji. Najlepszym uzasadnieniem operacji rekaptalizacji jest stwierdzenie M. Siudaka „Uzasadnieniem dla wykupu części własnych akcji (...) jest prosta zasada zarządzania przez wartość: ‘inwestować tylko w te możliwości, które charakteryzują się wiarygodnym potencjałem tworzenia wartości, a jeśli takich możliwości przedsiębiorstwo nie ma, to wypłacić nadmiar kapitału akcjonariuszom’”<sup>15</sup>.

We wszelkiego rodzaju przeprowadzanych przez kierownictwo banku analizach dotyczących racjonalności wykupu własnych akcji, należy przeprowadzić rzetelną wycenę banku w celu ustalenia czy akcje wyceniane przez rynek są niedowartościowane, czy przeszacowane. Wykup akcji przewartościowanych spowoduje zniszczenie wartości dla pozostałych (obecnych) akcjonariuszy, zaś skup akcji, których rynkowa cena rzetelnie odzwierciedla jej wartość ekonomiczną, nie przyniesie dodatkowej wartości. Dopiero pewność zarządu co do niedowartościowania przez rynek kapitałowy ceny

<sup>12</sup> M. Sierpińska – Polityka dywidend w spółkach kapitałowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1999, s.7.

<sup>13</sup> Jeżeli akcjonariusze nie posiadają alternatywnego potencjału zainwestowania wypłaconej dywidendy, mogą dokupić akcje tej samej spółki, jednocześnie godząc się na pomniejszoną stopę dochodu z zaangażowanego kapitału.

<sup>14</sup> Wykup własnych akcji niewspieranej długiem zachodzi w momencie umorzenia części kapitału akcyjnego przy braku kapitałów obcych.

<sup>15</sup> M. Siudak, *Zarządzanie...*, op.cit., s.138.

akcji, jest podstawą do dalszych analiz nad opłacalnością z punktu widzenia *VBM* przeprowadzenia operacji rekapitalizacji. W przypadku pewności braku niedowartościowania kursu akcji, zarząd banku powinien wypłacić nadwyżkę środków w formie dywidendy agregującej nie tylko zysk z roku poprzedniego, lecz także określoną część zysków z lat ubiegłych.

Na pytanie, jaka forma ekwiwalentu nadwyżki zgromadzonych kapitałów jest bardziej opłacalna dla akcjonariuszy, odpowiedzi udziela A. Rappaport „w sytuacji braku podatków, kosztów transakcyjnych i przy założeniu, że informacyjne znaczenie wypłaty dywidendy i wykupu akcji są podobne, wykup akcji powinien pozwolić akcjonariuszom zachowującym swoje akcje na osiągnięcie wyższej stopy zwrotu niż w przypadku wypłat dywidend. Jest tak dlatego, że niedoszacowanie akcji w przypadku ich wykupu generuje stopę zwrotu wyższą od kosztu kapitału, natomiast w przypadku wypłacenia dywidendy generuje stopę równą stopie wymaganej lub kosztowi kapitału”<sup>16</sup>.

Jednakże zazwyczaj aspekty podatkowe, informacyjne oraz koszty transakcyjne mają odmienne działanie na efektywność operacji rekapitalizacji w stosunku do dywidend.

Inną możliwością wzrostu rynkowej wartości banku komercyjnego są fuzje i przejęcia (*mergers and acquisitions*). Przejęcia innych podmiotów stanowią sposobność efektywnej alokacji wolnych kapitałów. Połączenie dwóch instytucji finansowych w jedną – niezależnie czy nastąpi to w wyniku fuzji czy przejęcia – z punktu kreowania wartości dodanej można wyrazić w poniższy sposób, wykorzystując własność addytywności miernika bankowej ekonomicznej wartości dodanej, tj.:

$$BEVA_{A+B} = BEVA_A + BEVA_B + ES_{A+B} + ER_{AB}, \quad (13)$$

gdzie:  $BEVA_{A+B}$  – zysk ekonomiczny dwóch połączonych banków,  
 $ES_{A+B}$  – przyrost dodatkowej wartości z tytułu efektu synergii,  
 $ER_{AB}$  – przyrost dodatkowej wartości z tytułu efektu restrukturyzacyjnego wewnątrz jednego z połączonych podmiotów.

Pozytywny wpływ połączenia dwóch instytucji finansowych ze względu na przyrost wartości pojawia się w momencie, gdy spełniona jest relacja:

$$BEVA_B + ES_{A+B} + ER_{AB} > 0 \quad (14)$$

lub jej równoważny odpowiednik:

$$BEVA_{A+B} > BEVA_A. \quad (15)$$

Na mocy nierówności (14) i (15) stwierdzamy, iż ujemny zysk ekonomiczny podmiotu przejmowanego nie jest jednoznaczny z niepowodzeniem procesu połączenia obu podmiotów. Dopiero ujemna wartość dodana ( $BEVA_B < 0$ ) przekraczająca efekt synergiczny i restrukturyzacyjny powinna stać się powodem odstąpienia od fuzji lub przejęcia. Niestety, praktyczne aspekty oszacowania przyszłego efektu synergii i efektu restrukturyzacyjnego jest zagadnieniem metodycznie wysoce problematycznym, ze względu na dokonywanie prognoz w warunkach wysokiej niepewności.

W gospodarkach wysoko rozwiniętych, procesy fuzji i przejęć są dość powszechnym zjawiskiem. Wiele operacji łączenia dwóch przedsiębiorstw kończy się niepowodzeniem, być może ze względu, iż decyzje menedżerów motywuje nie dbałość o przyrost bogactwa właścicieli, lecz syndrom budowania potęgi, przejawiającej się zwiększaniem wielkości przedsiębiorstwa a nie jego wartości.

Kolejnym czynnikiem, mającym potencjał kreowania dodatkowej wartości, są dezinvestycje i *outsourcing*. Wyodrębnienie na zewnątrz nierentownych aktywów banku pozwala na uwolnienie nieefektywnych z ekonomicznego punktu widzenia kapitałów. Uwolniony tą drogą zainwestowany kapitał można zaangażować w działalność kreującą wartość dodaną banku, a jeśli takowych bank nie posiada, powinien wypłacić nadmiar gotówki akcjonariuszom poprzez wykup własnych akcji lub wypłatę dywidendy (co było przedmiotem uprzednich rozważań).

W celu poszukiwania nieefektywnie zaangażowanych kapitałów można wykorzystać własność addytywności bankowej ekonomicznej wartości dodanej w odniesieniu do poszczególnych obszarów

<sup>16</sup> A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, Wig Press, Warszawa 1999, s. 109.

działalności, których całość zorganizowana jest w formie grupy kapitałowej. Zagregowany wynik bankowej ekonomicznej wartości dodanej grupy kapitałowej jest sumą  $BEVA$  poszczególnych spółek wchodzących w skład holdingu finansowego, tj.

$$BEVA_{GK} = BEVA_1 + BEVA_2 + \dots + BEVA_n, \quad (16)$$

gdzie:  $BEVA_{GK}$  – zysk ekonomiczny bankowej grupy kapitałowej,

$BEVA_{1, 2, \dots, n}$  – zyski ekonomiczne poszczególnych spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej, po uwzględnieniu udziału holdingu w zysku operacyjnym spółki.

Identyfikacja tych spółek, które osiągają ujemną  $BEVA$  oraz nierokujące nadziei zmiany tego stanu poprzez wprowadzenie wewnętrznych usprawnień (restrukturyzacji), poparta rzetelnym rachunkiem możliwości kreacji wartości, ma na celu doprowadzić do ich sprzedaży, zaś uwolniony kapitał powinien zostać zaangażowany w inne inwestycje, których stopa zwrotu przekracza koszt kapitału własnego<sup>17</sup>. Ostateczną decyzję o wyprowadzeniu danej spółki na zewnątrz holdingu finansowego na podstawie  $BEVA$  należy podejmować dość ostrożnie. W finansowej grupie kapitałowej często znajdują się spółki specjalnego przeznaczenia. Przykładem mogą być tzw. **wehikuly finansowe**, czyli spółki których celem jest pozyskiwanie środków na międzynarodowych rynkach kapitałowych lub spółki o przeznaczeniu lokacyjnym kapitałów<sup>18</sup>. Fluktuacje kapitałów w obrębie holdingu finansowego mogą być usprawiedliwieniem bankowej ekonomicznej wartości dodanej ze znakiem ujemnym dla spółek wehikulów finansowych. Strategiczne znaczenie dla grupy kapitałowej powyższych spółek jest niezaprzeczalne, a wraz z występującymi przepływami kapitałów pomiędzy spółkami powiązanymi komplikuje efektywną analizę przydatności wehikulów finansowych w maksymalizacji wartości całego holdingu.

Przeprowadzając analizę na poziomie całego holdingu, należy odpowiedzieć na następujące pytania<sup>19</sup>:

- Które podmioty zależne w portfelu holdingu tworzą największą wartość dla akcjonariuszy?
- Które podmioty zależne mają ograniczony potencjał wartości i dlatego powinny stać się kandydatami do odsprzedaży?
- Jaka kombinacja strategii tworzy największą wartość całkowitą?
- Które podmioty zależne generują wartość, a które je niszczą?

Kwestią komplikującą rzetelną identyfikację spółek niszczących wartość może być dokładne oszacowanie kosztu kapitału własnego poszczególnych spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej.

Propozycją w tym zakresie może być przypisanie kosztu kapitału własnego grupie kapitałowej w takiej samej wysokości jak spółce dominującej. Uzasadnieniem takiego podejścia jest bezdyskusyjne założenie, iż obliczone współczynniki beta na podstawie kursów akcji spółki, a co za tym idzie również koszt kapitału własnego, dotyczą jednostki dominującej w całej grupie kapitałowej, ponieważ to akcje tej spółki znajdują się w publicznym obrocie giełdowym. Należy zadać pytanie, co tak naprawdę determinuje kursy akcji. Wyrażamy przekonanie, iż inwestorzy w równym stopniu przywiązują wagę do kondycji i wyników finansowych, dotyczących zarówno jednostki dominującej, jak i również do całej grupy kapitałowej. Stwierdzamy fakt determinowania cen akcji spółki holdingowej w równym stopniu przez informacje płynące jednocześnie z obu podmiotów. Na tej podstawie postulujemy przypisanie im jednakowego kosztu kapitału własnego. Z drugiej strony mogą pojawić się przeciwstawne stwierdzenia sugerujące, iż każda ze spółek (poza jednostką dominującą notowaną na giełdzie papierów wartościowych), wchodząca w skład holdingu finansowego, charakteryzuje się zwiększonym ryzykiem operacyjnym i/lub finansowym, co znacznie podwyższałoby koszt kapitału całego holdingu. Jednakże należy poczynić zastrzeżenie o występowaniu efektu synergii, w postaci działalności poszczególnych spółek w ramach jednej całości, który przekłada się na obniżenie ryzyka do poziomu w przybliżeniu równego jednostce dominującej.

<sup>17</sup> Inwestycjami tymi mogą być również fuzje lub przejęcia innych instytucji finansowych.

<sup>18</sup> Innym przykładem jest spółka zależna świadcząca usługi pomocnicze działalności bankowej, takie jak prowadzenie rozliczeń, czy obsługa systemów informatycznych gromadzące różnego rodzaju dane.

<sup>19</sup> A. Rappaport, *op.cit.*, s. 91.

## Podsumowanie

Na podstawie zaproponowanej definicji bankowej ekonomicznej wartości dodanej stwierdzamy, że aby bank dokonał przyrostu dodatkowej wartości, operacyjna rentowność kapitałów własnych musi przewyższać koszt kapitału własnego, determinowany minimalną wymaganą stopą zwrotu przez akcjonariuszy. Kreowanie wartości dodanej nastąpi tylko i wyłącznie w przypadku spełnienia poniższej zależności:

$$ROE_{ZO} > k_e. \quad (17)$$

Wartość dodana tworzona jest w momencie osiągnięcia nadwyżki operacyjnej rentowności kapitałów własnych ponad ich koszt wyrażony jako alternatywny możliwy do uzyskania dochód z innej inwestycji o podobnym ryzyku. Upraszczając, można stwierdzić, iż jeśli bank posiada efektywne możliwości alokacji kapitału zainwestowanego w obszary działalności operacyjnej, przynoszącej dochód po opodatkowaniu przewyższający kwotę całkowitego kosztu kapitału, wówczas bank będzie uzyskiwał w przyszłości dodatnie wielkości *BEVA*, a te przyczynią się do wzrostu dzisiejszej rynkowej wartości dodanej powyżej zera, dążąc do nieskończoności. Prostota, jaką wyraża się kreowanie wartości, jest zdecydowanie pozytywną cechą, charakterystyczną dla procesu maksymalizacji wartości właścicieli, z uwagi na łatwość przyswajalności przez kadre menedżerską, zarządzającą bankiem komercyjnym na zlecenie akcjonariuszy. Niestety praktyczne aspekty zarządzania przez wartość instytucji finansowej typu bank nie są już tak łatwe i oczywiste w fizycznej implementacji, o czym świadczy wiele nierozwiązanych problemów natury metodyczno-praktycznej, wymagających odrębnych analiz i studiów badawczo-poznawczych.

Zdefiniowano dziewięć finansowych czynników (tzw. generatorów wartości) kreowania wartości dodanej przez bank komercyjny, których analiza pomocna jest w celu poszukiwania możliwości maksymalizacji wartości. Na zdecydowaną większość tych czynników bezpośrednio lub pośrednio ma wpływ kierownictwo banku. Oczywiście istnieje szereg czynników niezależnych od kadry menedżerskiej.

Gruntowne i wnikliwe zrozumienie zaprezentowanych kluczowych czynników kreowania wartości jest podstawą finansowego aspektu zarządzania wartością instytucji typu bank komercyjny.

## Literatura

Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig Press, Warszawa 1997.

Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, Wig Press, Warszawa 2001.

Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, Wig Press, Warszawa 1999.

Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa – Kraków 1999.

Siudak D., *Wskaźniki zarządzania przez wartość banku komercyjnego. Aspekty teoretyczno-metodyczne*, „e-Finanse” 2007, nr 1.

Siudak D., *Wybrane aspekty ekonomicznej wartości dodanej w bankowości*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i Wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, t. I, Uniwersytet Szczeciński. Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin 2006.

Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.

Siudak M., *Dźwignia operacyjna i finansowa a zarządzanie wartością. Konferencja Naukowa pt. „Zarządzanie Organizacjami Gospodarczymi w Procesie Jednoczenia się Europy*, Politechnika Łódzka, Łódź 1999.