

**Alina Rydzewska\***

## **Zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w obliczu procesów finansjalizacji**

### **Wprowadzenie**

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest koncepcją polegającą na podporządkowaniu całokształtu zarządzania przedsiębiorstwem długoterminowemu celowi, jakim jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Generalnie wiąże się z procesem podejmowania decyzji strategicznych i operacyjnych poprzez koncentrację na kluczowych czynnikach kształtujących wartość przedsiębiorstwa.

Każde przedsiębiorstwo funkcjonuje w otoczeniu, które stawia przed zarządzającymi nowe wyzwania. Uwzględniając zmieniające się czynniki otoczenia oraz własne zasoby, muszą one kształtować wartość przedsiębiorstwa. Współczesnym wyzwaniem dla menedżerów jest proces finansjalizacji. Generalnie finansjalizacja wiąże się ze zjawiskiem dominacji sfery finansowej w odniesieniu do sfery realnej. W przypadku przedsiębiorstw niefinansowych oznacza wzrost znaczenia motywów finansowych w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw [Jajuga, 2014, cyt. za: Gemzik-Salwach, Opolski, 2016, s. 16]. Zmiany te wynikają z przeobrażeń systemu bodźców ekonomicznych i wzorców rozwojowych zarówno w gospodarce, jak i wśród podmiotów gospodarczych, które nastawione są na szybkie zarobkowanie. Akcjonariusze (właściciele), poprzez rynek giełdowy, oczekują ciągłych i dynamicznych wzrostów zysków firm z sektora realnego. W warunkach spowolnienia gospodarczego i dużej konkurencji przedsiębiorstwa niefinansowe próbują sprostać oczekiwaniom akcjonariuszy. W tym celu wykorzystują instrumenty finansowe do generowania zysku oraz stosują dźwignię finansową, ograniczając przy tym działalność operacyjną i inwestycyjną.

Jako cel publikacji przyjęto zbadanie, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce. Do badań posłużono się metodą analizy wskaźników identyfikujących

---

\* Dr, Instytut Ekonomii i Informatyki, Wydział Organizacji i Zarządzania, Politechnika Śląska, ul. Roosevelta 26-28, 41-800 Zabrze, alina.rydzewska@polsl.pl

<sup>1</sup> W literaturze przedmiotu, jako cel długookresowy podaje się maksymalizację wartości przedsiębiorstwa [Copeland i inni, 1997, s. 22; Borowiecki i inni 2002, s. 36], jednakże w warunkach kryzysu celem tym może być utrzymanie wartości powyżej określonego poziomu.

finansjalizację, które wykorzystano do określenia ich oddziaływania na wskaźnik ROE jako miernik wartości dla akcjonariuszy. W tym celu wykorzystano sprawozdania finansowe przedsiębiorstw niefinansowych publikowanych przez GUS za lata 2010–2016.

## **1. Charakterystyka zarządzania wartością przedsiębiorstw w warunkach finansjalizacji**

Zarządzanie wartością polega na podejmowaniu strategicznych i operacyjnych decyzji o charakterze inwestycyjnym, organizacyjnym i finansowym, które przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. W tradycyjnym rozumieniu proces kreacji wartości przedsiębiorstwa wiąże się z pomnażaniem wartości zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału, przekładającego się na wzrost wartości rynkowej. Z kolei wzrost wartości rynkowej następuje poprzez długoterminowe generowanie dochodów (mierzonych bądź przepływami gotówkowymi lub ekonomiczną wartością dodaną) [Copeland i inni, 1997, s. 22; Gorczyńska, 2010, s. 92]. Jeżeli w przedsiębiorstwie zostaje podjęta realizacja celu, jakim jest maksymalizacja wartości, która ma się przejawiać poprzez wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa, to proces ten staje się podstawą wszystkich jego działań [Cwynar, Cwynar, 2003, s. 25]. Taka postawa powinna determinować decyzje operacyjne i inwestycyjne przekładające się na wzrost wartości dla właścicieli (akcjonariuszy), przy jednoczesnym równoważeniu interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem (interesariuszy). Każde bowiem przedsiębiorstwo, które powiększa wartość, generuje też korzyści dla pracowników, klientów, kontrahentów, państwa (poprzez podatki) i niekiedy dla dalszego otoczenia (poprzez działalność na rzecz ochrony środowiska, sponsorowanie publicznych podmiotów niekomercyjnych i imprez masowych oraz uczestnictwo w akcjach charytatywnych).

Zgodnie z klasycznym podejściem wzrost wartości (rynkowej) przedsiębiorstw firm nieprodukcyjnych utożsamiany jest z długoterminowym generowaniem zysku (dochodu) z działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Dla podmiotów tych zasadniczą działalnością jest bowiem produkcja dóbr (świadczenie usług) lub handel towarami. Z ich sprzedaży uzyskują przychody, które, potrącone o poniesione koszty, stanowią zyski, czyli dochód. Uzyskany dochód stanowi źródło zysków właścicieli, ale i przeznaczany jest na inwestycje. Inwestycje determinują rozwój przedsiębiorstwa i większe zyski w przyszłości. Natomiast działalność finansowa stanowi jedynie dodatkowe źródło dochodów w inwestycje finansowe, w sytuacji kiedy przedsiębiorstwo posiada nadmiar niezagospodarowanych środków pieniężnych.

Zmiany w otoczeniu, związane ze zwiększaniem się roli sektora finansowego w gospodarce, doprowadziły do przeobrażeń w sferze zarządzania i własności [Caputa, Szwajca, 2008]. Firmy pozyskujące kapitał z rynków finansowych, jako spółki giełdowe, oceniane są z perspektywy inwestorów (akcjonariuszy). Akcjonariusze z rynku finansowego stają się bowiem ich właścicielami. Ponadto przy rosnącej roli instytucji finansowych, wzrasta znaczenie inwestorów instytucjonalnych. Właściciele-akcjonariusze ze sfery finansowej traktują swoje inwestycje jako jedną z alternatywnych form lokowania kapitału [Rydzewska, 2016, s. 55]. Ich działalność, a zwłaszcza właścicieli instytucjonalnych, kojarzona jest z tzw. kapitałem niecierpliwym, szukającym możliwości uzyskania nadzwyczajnych zysków w krótkim okresie [Rossman, Greenfiled, 2006, cyt. za: Ratajczak, 2012, s. 291]. Ocena jakości zarządzania przedsiębiorstw giełdowych odbywa się poprzez rynki finansowe. Informacje z nich płynące stanowią podstawę do porównań rentowności kierunków inwestycji. Do oceny efektywności alokowanego kapitału akcjonariusze wykorzystują mierniki uwzględniające krótkookresową zyskowność. Odchodzą od stanowiska uwzględniającego długookresową stabilność rozwoju danego przedsięwzięcia. Inwestycje przynoszą zwrot dopiero w dłuższym okresie, natomiast logika finansjalizacji skupia się na okresie krótkim, na dywidendzie i kursie akcji [Froud i inni, 2000; Williams, 2000, cyt. za: Ratajczak, 2012, s. 291].

Wraz ze zmianami w zakresie oceny wartości przedsiębiorstw postępuje przeobrażenie procesu zarządzania przedsiębiorstwem. I tak, kierowanie spółkami zostaje powierzone menedżerom, których stanowisko i wynagrodzenie zależą od krótkookresowych wyników. Ich ocena łączy się z oceną przedsiębiorstw wystawianą przez rynki finansowe, która przeważa nad oceną kształtowaną przez rynki zbytu [Banaszyk, 2015]. Ponadto nacisk na wyniki dobrze odbierane przez rynki finansowe powoduje, że menedżerowie odchodzą od stanowiska zarządzania nakierowanego na interesariuszy (tzw. *stakeholder perspective*) i kierują się ku koncepcji zarządzania w interesie właścicieli (np. akcjonariuszy, tzw. *shareholder perspective*) [Palley, 2007, za: Ratajczak, 2012, s. 291]. Dotąd stosowana reguła „zatrzymywać i reinwestować” zostaje zastąpiona zasadą „wyzbywać się i rozprowadzać” [Demiński, 2011, s. 150]. Zgodnie z pierwszym podejściem wypracowane zyski w przedsiębiorstwie były wykorzystywane na rzecz trwałości i rozwoju, co przekładało się na tworzenie wartości dla podmiotów związanych z firmą (interesariuszy). W ramach nowej zasady przedsiębiorstwo jako trwały podmiot o charakterze produkcyjnym lub handlowym traci na wadze. Pod uwagę bierze się jego zdolność do generowania maksymalnej wartości dla akcjonariuszy, nawet za cenę przetrwania [Demiński, Schoeneberg, 1998].

Wobec powyższych zjawisk związanych z finansjalizacją zarządzanie wartością przedsiębiorstw – w tym nieprodukcyjnych – zostaje ukierunkowane na uzyskanie krótkoterminowego wyniku finansowego. Wykorzystując warunki, jakie stwarza im finansjalizacja, poszukują źródeł, dzięki którym mogą wypracować szybkie zyski.

## **2. Ścieżki wzrostu wartości przedsiębiorstwa w dobie finansjalizacji**

W dobie finansjalizacji jednym z najczęściej wykorzystywanych mierników do oceny efektywności zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest ROE (rentowność kapitałów własnych) [Dembiński, 2011, s. 148; Froud i inni, 2000]. ROE jest bowiem prostym miernikiem obrazującym zyskowość kapitałów własnych (np. zainwestowanych przez akcjonariuszy). Akcjonariusze wykorzystują go do porównywania kierunków inwestycji.

Rozpatrując konstrukcję wskaźnika ROE, generalnie wyróżnia się dwie drogi jego wzrostu. Pierwszą jest obniżka kapitału własnego, drugą – maksymalizacja zysku.

Biorąc pod uwagę pierwszy sposób wzrostu ROE, to wiąże się z wykorzystaniem kapitału obcego (wierzycielskiego) i efektu lewarowania. Poprzez wykorzystanie długu w celu finansowania działalności przedsiębiorstwo stara się zminimalizować potrzebę posiadania kapitałów własnych. W ten sposób może podwyższyć poziom ROE bez zmian poziomu zysku. Należy jednak zaznaczyć, iż muszą być spełnione warunki dźwigni finansowej, a więc średnia dochodowość użytych kapitałów (włączając w to zadłużenie) musi być wyższa od stopy procentowej długu oraz przekonanie dłużników o ograniczonym ryzyku finansowym. W dobie finansjalizacji, a zwłaszcza od 2010 r., gdy stopy procentowe pozostają na minimalnym poziomie<sup>1</sup>, a banki (po zawirowaniach związanych z kryzysem subprime<sup>2</sup>) ponownie chętnie udzielają kredytów, wzrastają możliwości pozyskania taniego kredytu bankowego. Dotyczy to również pozyskania środków z rynków finansowych, w ramach których nastąpił rozwój rynków alternatywnych i szersza dostępność różnego rodzaju dłużnych instrumentów finansowych. Niektóre przedsiębiorstwa w celu zmiany struktury kapitału własnego i kapitału obcego stosują także techniki związane z wykupem (umorzeniem) własnych akcji.

<sup>1</sup> Roczny EURIBOR wzrósł z poziomu 1,25% w 2010 r. do 1,94% w 2012 r., a następnie systematycznie spada. W bieżącym roku osiągnął poziom – (minus) 0,186% [<http://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-12-months.asp>].

<sup>2</sup> Po 2014 r., w szczególności w Stanach Zjednoczonych, nastąpił duży wzrost kredytów komercyjnych i przemysłowych. Tempo rocznych kredytów udzielonych przez banki komercyjne wzrosło z 2% (2014 r.) do 8% w 2017 r. [Taghizadegan i inni, 2017, s. 130].

Drugi sposób zwiększania ROE polega na zwiększaniu zyskowności majątku przedsiębiorstwa (wskaźnika ROA). Rentowność majątku może być podwyższana poprzez zwiększanie zysku – najczęściej poprzez redukcję kosztów, np. wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych<sup>3</sup>, lub też restrukturyzację majątku<sup>4</sup> [Dembiński, 2011, s. 149]. Jednakże finansjalizacja stworzyła możliwość kreacji szybkich zysków w ramach działalności finansowej przedsiębiorstwa. Dotyczy to inwestycji w instrumenty finansowe, zwłaszcza rynku kapitałowego, dzięki którym w stosunkowo krótkim okresie mogą wygenerować zyski. Inwestycje te wiążą się z lokowaniem środków w akcje, przy czym nie mają one charakteru długookresowego związanego z rozwojem firmy, a polegają jedynie na zarabkowaniu wynikającym z różnicy cen lub z uzyskanej dywidendy. Inwestycje mogą również odnosić się do zakupu pozostałych inwestycji finansowych, w tym zakupu dłużnych papierów wartościowych, udzielaniu pożyczek, a także innych inwestycji, np. w instrumenty pochodne. Te ostatnie stały się w dobie finansjalizacji sposobem na stosunkowo szybkie i wysokie, ale jednocześnie ryzykowne zarabkowanie.

Wzrost znaczenia motywów finansowych (motywu zysku i motywu ryzyka) można oceniać pozytywnie, gdyż oznacza rozsądną kalkulację pomiędzy stopą zysku i ryzyka i przekłada się na wzrost racjonalności podejmowanych działań. Gorzej, gdy przedsiębiorcy, kierując się chęcią szybkiego zysku, zaniedbują działalność operacyjną na rzecz działalności finansowej i nie troszczą się o realizację i rozwój swej działalności produkcyjnej (usługowej) lub handlowej.

### **3. Mierniki oceny finansjalizacji i ich wpływ na wartość przedsiębiorstwa – analiza empiryczna**

W celu zbadania, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce, jako metodę badawczą przyjęto analizę wskaźników zbudowanych na bazie sprawozdań finansowych publikowanych przez Główny Urząd Statystyczny za lata 2010–2016 [*Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016*]<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> W celu obniżania kosztów pracy przedsiębiorstwa stosują dwie drogi ich redukcji: presja na płace oraz zastępowanie ludzi maszynami.

<sup>4</sup> Restrukturyzacja majątku w celu kreacji ROE wiąże się z wyzbywaniem się działalności, które pochłaniają własne kapitały, a nie przynoszą dostatecznego dochodu (nawet tych obszarów, które są niezbędne do funkcjonowania przedsiębiorstwa). Tendencja ta wywołała falę outsourcingu, która przekształciła wiele przedsiębiorstw w przedsiębiorstwa anorektyczne.

<sup>5</sup> Wskaźniki oznaczone wzorami 1, 2, 4 są powszechnie znane i prezentowane w literaturze przedmiotu [np. Sierpińska, Jachna, 2006, s. 201–203]. Wskaźniki oznaczone wzorami 3, 5, 6 zostały stworzone na potrzeby niniejszego artykułu.

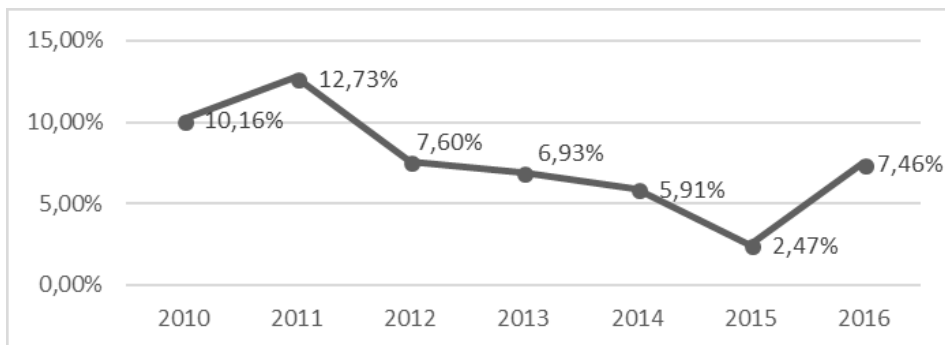
Do oceny wartości przedsiębiorstwa (dla akcjonariuszy) wykorzystano, zgodnie z tendencjami stosowanymi w praktyce inwestorów-akcjonariuszy, wskaźnik ROE. Jego formuła przedstawia się zgodnie ze wzorem 1.

$$\text{ROE} = \frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{kapitał własny}} \times 100\% \quad (1)$$

Wskaźnik ten wskazuje na zyskowność kapitałów własnych, a więc ile zysku netto przynosi każda złotówka zaangażowania w kapitał własny danego przedsiębiorstwa. Generalnie, im wyższy ten wskaźnik, tym wyższa wartość zysku dla właścicieli (akcjonariuszy).

Zgodnie z wynikami przedstawionymi na rysunku 1 wartość wskaźnika ROE przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w 2011 r. wzrosła do poziomu 12,71%. Przez kolejne cztery lata wskaźnik ROE malał, osiągając w 2015 r. poziom 2,5%. W 2016 r. ponownie wzrósł do wysokości 7,5%. Generalnie można stwierdzić, iż w przeważającej części badanego okresu wartość generowana dla akcjonariuszy malała (poza rokiem 2011 i 2016).

**Rysunek 1. Wartość wskaźnika ROE przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016].

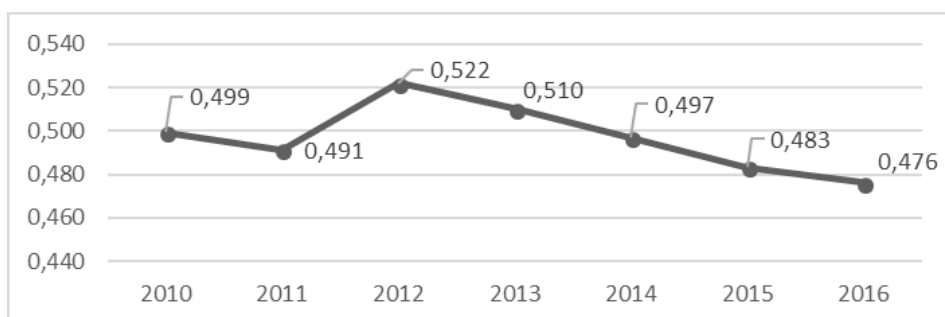
Jak zostało już wcześniej przedstawione, na wskaźnik ROE można oddziaływać w dwojaki sposób. Pierwsza droga wiąże się ze zmniejszaniem roli kapitału własnego w finansowaniu przedsiębiorstw. Do oceny posłużono się wskaźnikiem KW/AKT (finansowania majątku kapitałem własnym), którego formuła przedstawia się zgodnie ze wzorem 2.

$$\text{KW/AKT} = \frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa ogółem}} \quad (2)$$

Wskaźnik ten obrazuje, w jakim zakresie majątek przedsiębiorstwa jest finansowany kapitałem własnym przedsiębiorstwa. Wzrost oznacza większe wykorzystanie własnych źródeł finansowania, co przy niezmiennym zysku netto wpływa negatywnie na wskaźnik ROE. Spadek wskaźnika wskazuje na większe wykorzystanie kapitałów obcych i możliwe efekty dźwigni finansowej.

Dane przedstawione na rysunku 2 wskazują na niewielkie różnice w poziomie wskaźnika KW/AKT w latach 2010–2016. Wskaźnik ten oscylował wokół poziomu 0,5, co oznacza, iż majątek przedsiębiorstw był w połowie finansowany kapitałem własnym. Co prawda ulegał on niewielkim wahaniom, wykazując tendencję spadkową w latach 2012–2016 (o około 5 p.p.). Generalnie jednak polskie przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce nie wykorzystywały efektu dźwigni finansowej w celu kreacji ROE w badanym okresie.

**Rysunek 2. Wartość wskaźnika KW/AKT przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [*Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016*].

Uzupełnieniem oceny dotyczącej wykorzystania kapitału obcego do kształtowania wskaźnika ROE jest analiza struktury pasywnych instrumentów finansowych (udziału w pasywach ogółem) w finansowaniu przedsiębiorstw (rys. 3). Wskaźniki struktury pasywnych instrumentów finansowych (WSPIF) zostały wyliczone zgodnie ze wzorem 3.

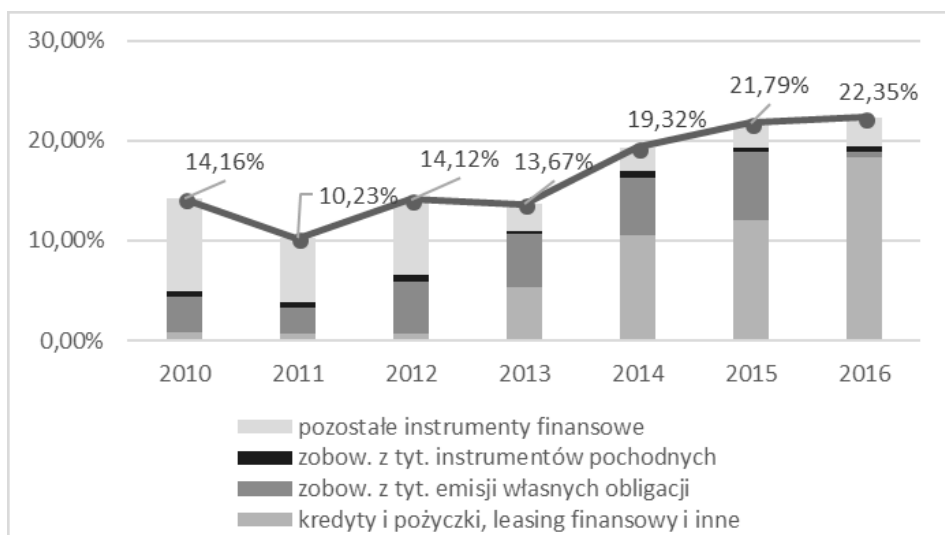
$$\text{WSPIF} = \frac{\text{instrumenty finansowe (pasywa)}}{\text{pasywa ogółem}} \times 100\% \quad (3)$$

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest udział pasywnych instrumentów finansowych (zobowiązań z tytułu instrumentów finansowych, zobowiązań z tytułu leasingu finansowego oraz kredytów i pożyczek do spłaty) w pasywach ogółem. Wzrost wskaźnika oznacza wzrost znaczenia instrumentów

finansowych w finansowaniu działalności firmy. Może również wskazywać na wzrost zobowiązań przedsiębiorstwa do wydania aktywów finansowych albo do wymiany instrumentu finansowego z inną firmą na niekorzystnych warunkach (np. po uwzględnieniu prowizji, opłat bankowych, dyskonta, spadku wartości instrumentu finansowego).

Biorąc pod uwagę strukturę pasywnych instrumentów finansowych, można zauważyć wzrost udziału pasywnych instrumentów finansowych w badanym okresie. Jak ukazuje rysunek 3, w latach 2010–2013 wskaźnik ten kształtował się na poziomie 10%–14%. Natomiast od roku 2014 podskoczył do poziomu 20%. Wzrost wskaźnika nastąpił przede wszystkim na skutek wykorzystania kredytów i pożyczek/leasingu finansowego w finansowanie działalności jednostek. Należy jednak zauważyć, iż udział pasywnych instrumentów finansowych w nieznaczny sposób zmienił strukturę wskaźnika KW/AKT. Oznacza to, iż jednocześnie nastąpił spadek innego rodzaju zobowiązań, np. z tytułu kredytu kupieckiego.

**Rysunek 3. Struktura pasywnych instrumentów finansowych przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016].

Drugą ścieżką oddziaływania na wskaźnik ROE jest zyskowność majątku (ROA) – wzór 4. W przypadku finansjalizacji szczególną rolę odgrywają zyski z działalności na instrumentach finansowych. Stąd też do oceny wykorzystania inwestycji w aktywa finansowe posłużono się wskaźnikiem zyskowności majątku na operacjach finansowych (ROFA) – wzór 5.



$$\text{ROA} = \frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100\% \quad (4)$$

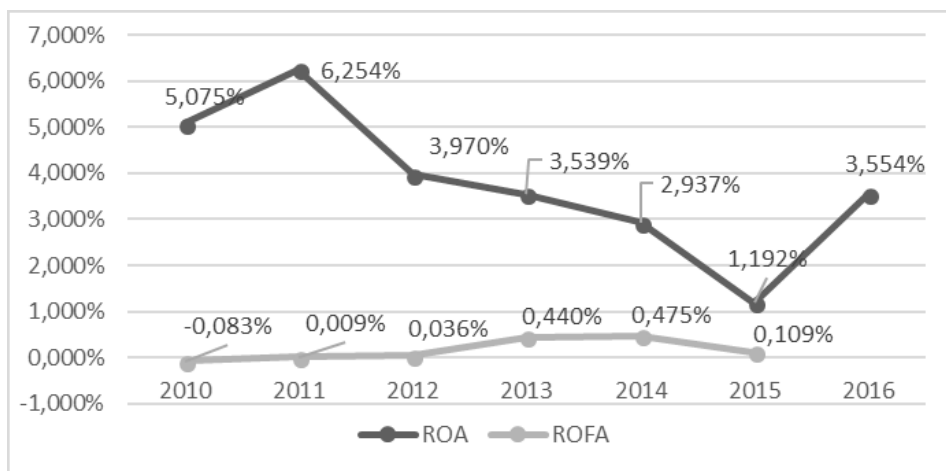
Wskaźnik ten prezentuje zyskowność majątku przedsiębiorstwa, a więc ile zysku netto przynosi każda złotówka zaangażowania w majątek danego przedsiębiorstwa.

$$\text{ROFA} = \frac{\text{wynik na operacjach finansowych}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100\% \quad (5)$$

Wskaźnik ten przedstawia, ile zysku na operacjach finansowych generuje majątek przedsiębiorstwa. Im wyższy ten wskaźnik, tym większe znaczenie działalności związanej z operacjami na instrumentach finansowych w zyskowności majątku przedsiębiorstwa.

Analizując wartość wskaźnika ROA (rys. 4), można zauważyć, iż jego wartość kształtowała się zgodnie z tendencją zmian wskaźnika ROE. Najpierw wzrósł w 2011 r. do poziomu 6,25%, a następnie odnotował tendencję spadkową, uzyskując minimalny poziom w 2015 r. 1,2%. W 2016 r. ponownie wzrósł, uzyskując poziom 3,5%. Oznacza to, iż przy zbliżonym poziomie finansowania majątku kapitałem własnym wskaźnik ROA miał decydujący wpływ na poziom ROE.

**Rysunek 4. Wartość wskaźników ROA i ROFA przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016].

Rozpatrując natomiast wartość wskaźnik ROFA (zyskowności majątku z operacji na instrumentach finansowych), można zauważyć, iż w okresie 2010–2014 wzrastał z poziomu -0,083% do 0,475%. W roku 2015 zmalał

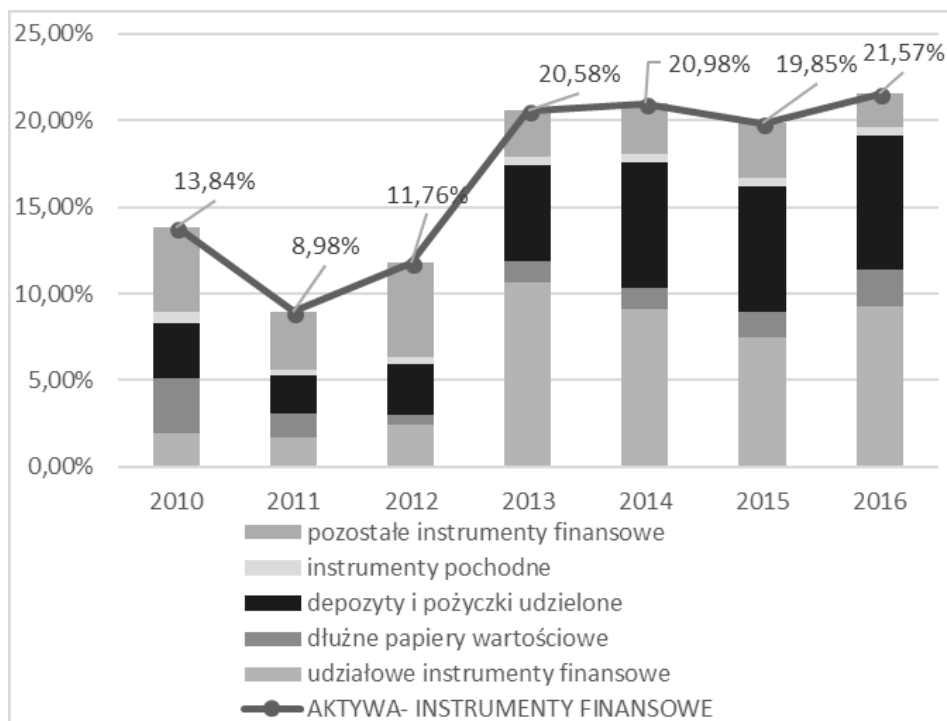
w stosunku do poprzedniego roku do wysokości 0,11%. Generalnie w badanym okresie nastąpił wzrost zyskowności majątku z operacji finansowych, jednakże ich wysokość jest nieznaczna. Nie ma on istotnego wpływu na wskaźnik zyskowności majątku ogółem (ROA).

Uzupełnieniem powyższych wskaźników jest analiza struktury aktywnych instrumentów finansowych w majątku przedsiębiorstwa. Wskaźniki struktury zostały wyliczone zgodnie ze wzorem 6.

$$\text{ROFA} = \frac{\text{instrumenty finansowe (aktywa)}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100\% \quad (6)$$

Wskaźnik ten wyraża udział aktywnych instrumentów finansowych w aktywach ogółem. Wzrost wskaźnika wskazuje na wzrost znaczenia aktywów finansowych w majątku firmy, a więc na większe zaangażowanie wolnych środków w inwestycje finansowe.

**Rysunek 5. Struktura aktywnych instrumentów finansowych przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2010–2016**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych, 2010–2016].

Rozpatrując wskaźniki struktury aktywnych instrumentów finansowych, na podstawie wyliczeń zaprezentowanych na rysunku 5 można

zauważyć, iż udział aktywnych instrumentów finansowych w badanym okresie wzrastał. Po latach 2010–2012, w których poziom instrumentów finansowych kształtował się na poziomie 14%, 9%, 12%, podniósł się do poziomu 20–21% w latach 2013–2016. Jeśli chodzi o strukturę aktywów finansowych, to wzrost wskaźnika nastąpił na skutek wzrostu udziałowych instrumentów finansowych (akcji, udziałów w innych firmach). Sytuacja ta może wiązać się z większym zaangażowaniem środków finansowych w akcje obcych firm jako formy inwestycji, ale też być wynikiem konsolidacji jednostek gospodarczych. Należy jednak zauważyć, iż wzrost udziału inwestycji w aktywa finansowe nie przełożył się na zyskowność majątku (ROA) i zyskowność kapitałów własnych (ROE).

## Zakończenie

Celem niniejszego artykułu była ocena, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2010–2016. Wyniki badań pokazują, iż w przeważającej części badanego okresu spółki odnotowały spadek wartości dla akcjonariuszy. Wskaźnik ROE po roku 2011, w którym osiągnął maksymalną wartość 12,7%, w latach 2012–2015 wykazał tendencję spadkową (2,5% w 2015 r.). W 2016 r. wzrósł do poziomu 7,5%.

Analizując czynniki determinujące wskaźnik ROE, stwierdzić należy, że struktura kapitału nie miała wpływu na wartość dla akcjonariuszy. Wskaźnik KW/AKT oscylował na zbliżonym poziomie, ok. 0,5. Rozpatrując wskaźniki struktury pasywnych instrumentów finansowych, można zauważyć wzrost zaangażowania instrumentów finansowych w finansowanie majątku (z 10% w 2011 r. do ponad 20% w 2016 r.). Nie wpłynęły one jednak na wzrost znaczenia długu w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa.

Czynnikiem determinującym wartość dla akcjonariuszy była zyskowność majątku ogółem. Wskaźnik ROA wykazał tendencję zbieżną ze wskaźnikiem ROE. Natomiast wskaźnik zyskowności majątku z operacji finansowych (ROFA) w badanych okresie miał tendencję rosnącą. Jednakże jego wysokość była nieznaczną. W 2014 r., gdy osiągnął maksymalną wartość, wynosił 0,47%. Rozpatrując z kolei wskaźniki struktury aktywnych instrumentów finansowych, można zauważyć wzrost zaangażowania instrumentów finansowych w majątek przedsiębiorstwa (z 10% w 2011 r. do ponad 20% w 2016 r.). Nie przełożyły się jednak na wzrost wskaźnika ROA. Tak więc działalność związana z instrumentami finansowymi nie ma wpływu na rentowność majątku przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce.

Podsumowując, polskie przedsiębiorstwa niefinansowe w latach 2010–2016 wykazały wzrost zaangażowania w działalność finansową. Jednakże

zyskowność z tej działalności jest nieznacząca, co oznacza, iż nie miała wpływu na zarządzanie wartością dla akcjonariuszy.

Przeprowadzone badania mają charakter wstępny i dotyczą ostatnich sześciu lat. Finansjalizacja jest zjawiskiem rozwijającym się, stąd też należy kontynuować badania nad omawianym zagadnieniem. Ponadto w dalszych rozważaniach można dokonać szerszej analizy sprawozdań, uzupełniając o kolejne wskaźniki finansjalizacji, np. udział instrumentów pochodnych w działalności przedsiębiorstwa, udział obrotów (przychodów i kosztów) z działalności finansowej w obrotach ogółem.

## Literatura

- Banaszyk P. (2015), *Jak odwrócić finansyzację*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 22 lipca.
- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M. (2002), *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa.
- Caputa W., Szwejca D. (red.) (2008), *Finanse we współczesnych procesach kreowania wartości*, CeDeWu, Warszawa.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa.
- Cwynar A., Cwynar W. (2003) *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Dembinski P.H., Schoeneberg A., (1998), *The Safe Landing of the Financial Ballon is not Impossible*, „Finance & the Common Good/Bien Commun”, No 1.
- Demiński P.H. (2011), *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Wiliam K. (2000), *Consulatncy promises, management, moves: Shareholder value and financialization*, „Economy and Society”, Vol. 29, No. 1.
- Gemzik-Salwach A., Opolski K. (red.) (2016), *Finansjalizacja. Wpływ na gospodarkę i społeczeństwo*, CeDeWu, Warszawa.
- Gorczyńska A. (2010), *Problem pomiaru efektywności przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce” nr 8, Ostrołęka.
- <http://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-12-months.asp>, dostęp: 10.06.2018.
- Instrumenty finansowe przedsiębiorstw niefinansowych za lata 2010–2016*, GUS, Warszawa, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/instrumenty-finansowe-przedsiębiorstw-niefinansowych-w-2016-roku,20,6.html>, dostęp: 10.06.2018.
- Jajuga K. (2014), *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego*, w: J. Czekał, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa.
- Palley T.I. (2009), *The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach*, „Ekonomiaz”, No. 72.
- Ratajczak M. (2012), *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista”, nr 3.
- Rossmann R., Greenfield G. (2006), *Financialization*, „Education Ouvriere”, No. 1.

- Rydzewska A. (2016), *Contemporary nature of stock exchange from the prospective of demutualization process*, „Oeconomia Copernicana”, Vol. 7, No. 1.
- Sierpińska M., Jachna T. (2006), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Taghizadegan R. i inni (2017), *Szkoła austriacka – praktyka inwestowania. Między inflacją a deflacją*, Fijor Publising, Warszawa.
- Williams K. (2000), *From Shareholder Value to Present-day Capitalism*, „Economy and Society”, Vol. 29, No. 1.
- Woś R. (2014), *Trudna sztuka utrzymywania równowagi*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 31 października.

## Streszczenie

Finansjalizacja w odniesieniu do przedsiębiorstw (niefinansowych) oznacza wzrost znaczenia motywów finansowych w procesach decyzyjnych przedsiębiorstw. Znajduje to odzwierciedlenie w zarządzaniu przedsiębiorstwem, ukierunkowując je na zarządzanie wartością dla akcjonariuszy i wykorzystując w tym celu instrumenty finansowe oferowane przez sferę finansową.

Jako cel publikacji przyjęto zbadanie, czy procesy finansjalizacji wpłynęły na zarządzanie wartością przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce. Do badań posłużono się metodą analizy wskaźników identyfikujących finansjalizację i określenie ich oddziaływania na wskaźnik ROE jako miernik wartości dla akcjonariuszy. W tym celu wykorzystano sprawozdania finansowe przedsiębiorstw niefinansowych publikowanych przez GUS za lata 2010–2016.

Z przeprowadzonych badań wynika, iż polskie przedsiębiorstwa niefinansowe nie wykorzystują instrumentów oferowanych przez sferę finansową w celu kreacji wartości dla akcjonariuszy (mierzonych wskaźnikiem rentowności kapitałów własnych – ROE). Co prawda wykazały wzrost zaangażowania w działalność finansową, o czym świadczy tendencja rosnąca wskaźników struktury aktywów i pasywnych, instrumentów finansowych, a także wzrost wskaźnika rentowności aktywów z operacji finansowych (ROFA). Jednakże wzrost przedstawionych mierników nie wpływa na rentowności aktywów ogółem (ROA) i finansowania aktywów kapitałem własnym (KW/AKT) – na wskaźniki, które determinują wartość ROE.

## Słowa kluczowe

zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, finansjalizacja, analiza sprawozdań finansowych

## Value management of non-financial enterprises in the face of financialization processes (Summary)

Financialization in relation to (non-financial) enterprises means increasing the importance of financial motives in the decision-making processes of enterprises. This is reflected in the management of the enterprise, directing it to shareholder value management and using financial instruments offered by the financial sphere for this purpose.

The purpose of the publication is to examine whether the financing processes had an impact on the value management of non-financial enterprises in Poland. The research was based on the method of analyzing indicators identifying financialization and determining their impact on the ROE ratio as a measure of shareholder value. For this purpose, we used the financial statements of non-financial enterprises published by the Central Statistical Office for the years 2010–2016.

The research shows that Polish non-financial enterprises do not use the instruments offered by the financial sphere in order to create value for shareholders (measured by the return on equity ratio – ROE). They demonstrate an increase of involvement in financial activities, what is evidenced by a growing trend of active and passive structure indicators of financial instruments, as well as an increase of the return on assets from financial operations (ROFA). However, the increase of the presented measures does not affect the profitability of total assets (ROA) and financing assets with equity (KW / AKT) – ratios that determine the value of ROE.

**Keywords**

value management of company, financialization, financial statements analysis