

Czesław Mesjasz\*

## Tworzenie wartości dla akcjonariuszy jako miara sukcesu przedsiębiorstwa – zalety i wady

### Wstęp

Tworzenie wartości dla akcjonariuszy realizowane w ramach zarządzania przedsiębiorstwem opartego na wartości (*Value Based Management – VBM*), określane też jako maksymalizacja wartości dla akcjonariusza/y (*Maximizing Shareholder Value – MSV*), stanowi koncepcję, która wymaga głębszej analizy, szczególnie po kryzysie finansowym w latach 2007–2009. Posiada ona bowiem zarówno zalety, jak i wady wpływające nie tylko bezpośrednio na działalność przedsiębiorstw, ale i na stan finansów i gospodarki w skali światowej.

Dyskusja na temat maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy dotyczy zarówno zalet [Rappaport, 1999, 2006; Value Based Management Net], jak i wad tej koncepcji [Lazonick, O’Sullivan, 2000; Engelen, 2002; Denning 2011; Lazonick, 2013]. W Polsce ukazało się dotychczas zaledwie kilka prac dotyczących tego problemu [Mesjasz, 2008; Kasiewicz, 2009]. Podstawowe pytania są następujące. Czy tworzenie wartości dla akcjonariuszy może być dalej traktowane jako strategiczny cel przedsiębiorstwa? Czy można tę koncepcję doskonalic przy zachowaniu jej podstawowych założeń? Czy należy całkowicie porzucić tę koncepcję w teorii i w praktyce zarządzania finansami przedsiębiorstwa i władania korporacyjnego? Czy należy ją zastąpić ogólniejszą koncepcją tworzenia wartości dla wszystkich interesariuszy?<sup>1</sup>

Celem artykułu jest przedstawienie współczesnego stanu wiedzy dotyczącej maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa a zarazem miary jego sukcesu. Należy przy tym dodać, że nie jest ona oceniana w odniesieniu do wartości dla interesariuszy. Uwzględniane są jedynie przyczyny oraz opinie dotyczące zalet i wad tworzenia wartości dla akcjonariuszy oraz dalsze perspektywy stosowania tej koncepcji w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa i we władaniu korporacyjnym.

Publikacja została sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

---

\* Prof. UEK dr hab., Katedra Procesu Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, mesjaszc@uek.krakow.pl

<sup>1</sup> W artykule zamiennie stosuje się określenia „nadzór korporacyjny” oraz „władanie korporacyjne”. Wyjaśnione to zostało w pracy [Mesjasz, 2006].

## 1. Interpretacje wartości przedsiębiorstwa

Rozważania dotyczące wartości przedsiębiorstwa koncentrują się na spółce akcyjnej. Dotyczy to obydwu rodzajów wartości – wartości dla inwestorów, głównie akcjonariuszy, oraz wartości dla wszystkich interesariuszy. Wzrost majątku akcjonariuszy obejmuje zyski kapitałowe osiągnięte z tytułu sprzedaży akcji spółki w przyszłości oraz sumę dywidend uzyskanych w okresie posiadania akcji.

Stosowanie terminów „spółka”, „przedsiębiorca”, „przedsiębiorstwo”, „firma” w praktyce i w teorii często prowadzi do nieporozumień. W polskim systemie prawnym istnieje jednoznaczne rozróżnienie. Spółka jako osoba prawna jest przedsiębiorcą prowadzącym własne przedsiębiorstwo. Spółką kieruje zarząd, natomiast przedsiębiorstwem dyrektora. Problem nazewnictwa występuje też w terminologii anglosaskiej. Termin *company* oznacza spółkę, która może być przedsiębiorcą (*entrepreneur*), natomiast w terminologii amerykańskiej spółkę określa się jako *corporation*, chociaż termin *company* jest również akceptowany. W podobnym znaczeniu jak w języku polskim stosuje się określenie *enterprise* (przedsiębiorstwo).

Rozróżnienie przedsiębiorcy i przedsiębiorstwa w dyskusji dotyczącej wartości dla akcjonariuszy jest konieczne ze względu na fakt, że cele przedsiębiorcy mogą być niezgodne z celami przedsiębiorstwa, na przykład w sytuacji, gdy dyrektora i pracownicy chcą rozwijać swoje miejsce pracy, a przedsiębiorca – spółka akcyjna – dąży do wykorzystania przedsiębiorstwa w pozytywnym i negatywnym znaczeniu (przejęcie środków) i dalszej odsprzedaży.

Wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy określana jest przez aktualną wartość przyszłych przepływów pieniężnych (*Free Cash Flow*) generowanych przez to przedsiębiorstwo, która jest dyskontowana przy wykorzystaniu średniego ważonego kosztu kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC), a następnie pomniejszona o wartość zadłużenia przedsiębiorstwa. Tworzenie wartości dla akcjonariuszy dotyczy kategorii finansowych i może być opisywane za pomocą trzech rodzajów mierników [Szablewski, 2000; Jaki, 2012]:

- opartych na analizie dochodu rezydualnego: zysk ekonomiczny, ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added* – EVA),
- opartych na analizie przepływów finansowych (*Discounted Cash Flow* – DCF): wartość dodana dla akcjonariusza (*Shareholder Value Added* – SVA) oraz zwrot z inwestycji wyrażony w przepływach gotówki (*Cash Flow Return on Investment*),
- opartych na całkowitym zwrocie dla akcjonariusza (*Total Shareholder Return*).

Jeśli celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja majątku akcjonariuszy), to zarówno we władaniu korporacyjnym, jak i w zarządzaniu należy brać pod uwagę, że oczekują oni:

- wysokiej, ponadprzeciętnej całkowitej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału,
- stałej lub rosnącej dywidendy z akcji,
- działań menedżerów ukierunkowanych na wzrost wartości przedsiębiorstwa,
- prawdziwej i dokładnej informacji o sytuacji przedsiębiorstwa.

Problem określenia wartości staje się znacznie bardziej złożony, jeśli uwzględnia się wszystkich interesariuszy. W przeciwieństwie do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy różnorodnie interpretowane pojęcie wartości dla poszczególnych interesariuszy nie może być traktowane jako jednolity cel przedsiębiorstwa, ale jako swego rodzaju zbiorowość (wiązka) celów.

## **2. Tworzenie wartości dla akcjonariuszy jako strategiczny cel przedsiębiorstwa**

### **2.1. Teoretyczne podstawy tworzenia wartości dla akcjonariuszy**

Chociaż maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa stała się podstawowym celem akcjonariuszy i kierownictwa, to jednak dokładniejsza jego analiza wskazuje, że nie jest on jednoznaczny i posiada istotne słabe strony. Ponadto należy wziąć pod uwagę, że coraz większe znaczenie, zarówno w teorii, jak i praktyce zarządzania przedsiębiorstwem, jak i władania korporacyjnego, zaczyna odgrywać tworzenie różnorodnie pojmowanej wartości dla wszystkich interesariuszy.

Wartość dla akcjonariuszy jako cel i podstawa oceny przedsiębiorstwa traktowana była jako swego rodzaju aksjomat przez tzw. Szkołę Chicagowską w zakresie teorii ekonomii i prawa. Podstawą tego podejścia było znane stwierdzenie M. Friedmana [1970, s. 33]<sup>2</sup>: „Żaden z nowych trendów nie jest w stanie zagrozić podstawom naszego wolnego społeczeństwa jak akceptacja przez zarządzających przedsiębiorstwami odpowiedzialności społecznej różnej od tego, aby zarabiać jak najwięcej pieniędzy dla swych akcjonariuszy”.

Kontynuacją a zarazem rozwinięciem tego podejścia jest teoria agencji, która stanowi najbardziej znaczące uzasadnienie tworzenia i maksymalizacji

<sup>2</sup> Friedman [1962] zajmował się już wcześniej tym zagadnieniem. Było też ono przedmiotem zainteresowania jeszcze wcześniej, np. Berle [1931], o czym przypomnieli Hart i Zingales [2016]. Friedman nie koncentrował się jedynie na maksymalizacji zaspokożenia oczekiwań akcjonariuszy, ale również na aspektach społecznych i etycznych, o czym się często zapomina w uproszczonych interpretacjach cytowanego fragmentu jego pracy [Friedman, 1970; Cosans, 2009].

wartości dla akcjonariuszy jako podstawowego celu przedsiębiorstwa. Czyli także i cel władania korporacyjnego ma swój początek w teorii przedsiębiorstwa oraz w praktyce i teorii zarządzania w USA w latach 70. i 80. XX wieku. Istota wpływu teorii agencji na podkreślenie znaczenia tworzenia majątku dla akcjonariuszy zawarta jest *explicite* i *implicite* między innymi w pracach [Ross, 1973; Jensen, Meckling, 1976; Fama, Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989]. Według opinii twórców i zwolenników teorii agencji relacja ta stanowi istotny element mechanizmów rynkowych. W teorii agencji zakłada się, że cele menedżerów (agentów) i akcjonariuszy (zwierzchników/pryncypałów) są rozbieżne. Ponieważ trudno jest kontrolować działania agentów (menedżerów), dlatego też lepiej jest kontrolować ich wyniki, czyli przyjęto, że stopa zwrotu z kapitału inwestycyjnego będzie odpowiednią miarą. Jednocześnie uznano, że miara ta jest podstawą oceny efektywności menedżerów. Ponadto przyjęto, że sposobem na usunięcie nieefektywnych menedżerów są przejęcia. Patrząc z szerszej perspektywy, można stwierdzić, że chodziło też o powstanie rynku kontroli korporacyjnej (*corporate control*).

## **2.2. Praktyka gospodarcza jako źródło koncepcji maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy**

Po raz pierwszy akcjonariuszy jako najważniejszy podmiot w przedsiębiorstwie przedstawił Welch w swoim wystąpieniu w dniu 12 sierpnia 1981 r., zatytułowanym *Growing Fast in a Slow-Growth Economy* w Hotelu Pierre w Nowym Jorku. W wystąpieniu tym wygłoszonym dla przedstawicieli amerykańskiego środowiska finansowego, uważanym przez wielu za historyczne, Welch, nie eksponując bezpośrednio maksymalizacji majątku akcjonariuszy, stwierdził, że krótkoterminowym celem przedsiębiorstwa powinien być wzrost kwartalnych zysków i wypłata kwartalnych dywidend dla akcjonariuszy. Osiągnięte to być może przez sprzedaż nieefektywnych przedsiębiorstw i obniżkę kosztów, co powinno też prowadzić do tego, że przedsiębiorstwa staną się siłą determinującą wzrost gospodarczy.

Termin „tworzenie wartości dla akcjonariuszy” wprowadził i rozwinął w serii swoich prac Rappaport [1998; 1999; 2006]. Jest on uważany za głównego promotora tej koncepcji w teorii i praktyce finansów przedsiębiorstwa. Wprowadzenie wartości przedsiębiorstwa jako nadrzędnego celu działania było efektem zjawisk, które zaczęły występować w gospodarce i w przedsiębiorstwach w USA od lat 60. i 70. i nasiliły się w latach 80. XX wieku [Lazonick, O’Sullivan, 2001; Engelen 2002].

Pierwszym takim zjawiskiem był wzrost wielkości i zmiany struktury przedsiębiorstw oraz zmiany zasad ich strategii finansowej. Do lat 80. XX wieku w Stanach Zjednoczonych działało względnie niewiele bardzo dużych przedsiębiorstw (korporacji), które zgromadziły ogromne zasoby

i zatrudniały bardzo wielu pracowników. Rozwój opierały one na polityce alokacji zasobów, którą można opisać jako „składaj i inwestuj” (*retain and reinvest*). Sytuacja zaczęła się zmieniać już w latach 60. i 70. XX wieku, gdy inwestowanie oraz fuzje i przejęcia zaczęły prowadzić do powstawania dużych organizacji, w których pojawiły się problemy z zarządzaniem.

Drugim nowym problemem, z którym musiały się borykać przedsiębiorstwa w USA w owym okresie, stało się pojawianie się nowych konkurentów, głównie z Japonii, np. w przemyśle motoryzacyjnym. Wejście do gry dużych inwestorów instytucjonalnych, wzrost cen ropy naftowej, inflacja lat 70., deregulacja sektora bankowego oraz zwiększenie znaczenia wrogich przejęć były kolejnymi czynnikami prowadzącymi do zmiany celu działania przedsiębiorstw.

Trzecim czynnikiem powodującym traktowanie wartości przedsiębiorstwa jako celu podstawowego wynika z oddzielenia własności i kontroli od zarządzania. W przypadku jednolitości własności i zarządu zysk może być traktowany jako cel podstawowy, natomiast rozdział własności i zarządzania, czy też bardziej precyzyjnie – ryzyka i zarządzania, sprawia, że menedżerowie niejako administrują zyskiem i może dojść do sytuacji, że mimo osiągnięcia zysku, na przykład na skutek błędnej inwestycji dokonanej przez menedżerów, wartość przedsiębiorstwa może się zmniejszyć.

W latach 80., a nawet w 90. ubiegłego stulecia pojawił się kolejny czynnik determinujący wzrost znaczenia wartości dla akcjonariuszy związany ze strategią alokacji zasobów przedsiębiorstwa. Było nim przejście od strategii „składaj i inwestuj” do strategii „zmniejszaj i rozdzielaj” (*downsize and distribute*). Nowa strategia alokacji polegała na tym, że wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy mogła też wzrastać w efekcie zmniejszania wielkości zatrudnienia przy jednoczesnym zwiększaniu produktywności pracowników. Wraz z tą strategią pojawiła się inna metoda zwiększania wartości dla akcjonariuszy. W latach 80. i 90. znacznie zwiększyło się odkupywanie własnych akcji przez przedsiębiorstwa (*buyback*) [Lazonick, O’Sullivan, 2001, s. 7–8]. Strategia ta była (i jest) realizowana poprzez wprowadzanie różnego rodzaju oszczędnych metod zarządzania, takich jak reengineering, lean management czy też outsourcing. Choć w niektórych przypadkach budzą one wątpliwości natury społecznej, gdyż powodują zmniejszanie płac, zwolnienia pracowników i przenoszenie produkcji do innych, tańszych krajów, to warto pamiętać o tym, że stosowanie tych metod jest też odzwierciedleniem postępu technologii.

Głównymi podmiotami tworzącymi nowy cel przedsiębiorstwa byli menedżerowie. Wynikało to z faktu, że o ile do lat 50. płace kierownictwa określone były w nawiązaniu do ogólnej polityki płacowej przedsiębiorstwa, o tyle w latach późniejszych coraz istotniejszym elementem

wynagrodzenia naczelnego kierownictwa stały się akcje i opcje na zakup akcji. Wraz ze wzrostem podstawowych wynagrodzeń doprowadziło to do sytuacji, gdy łączne wynagrodzenie menedżerów wzrastało nieproporcjonalnie szybciej niż wynagrodzenie pozostałych pracowników. Dominacja menedżerów i ich wpływ na kreowanie wartości jako celu przedsiębiorstwa znajdowały potwierdzenie w konieczności sprostania narastającej konkurencji i potwierdzane były szybkim wzrostem gospodarki USA w ostatnich dwóch dekadach XX wieku.

Przyjęcie maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy jako celu władania korporacyjnego sprawia, że staje się on podstawą oceny efektywności tego władania. Wyjaśnienia wymagają w związku z tym jeszcze dwie kwestie – jak można powiązać maksymalizację wartości dla akcjonariuszy z ogólną efektywnością przedsiębiorstwa oraz czy cel ten wiąże efektywność przedsiębiorstwa z celami gospodarczymi w makroskali.

Odpowiedź na powyższe pytania może być udzielona na wiele sposobów, poczynając od doktrynalnych stwierdzeń, poprzez wnioski z ogólnych obserwacji, a na wynikach szczegółowych badań empirycznych kończąc. Jeśli chodzi o związki wartości dla akcjonariuszy z ogólną efektywnością ekonomiczną przedsiębiorstwa, to istnieje w tym zakresie powszechna zgodność w literaturze z zakresu finansów i zarządzania. Akcjonariusze traktowani jako zwierzchnicy (*principals*) postępują w taki sposób, aby cel ten był podstawą do ogólnej oceny efektywności przedsiębiorstwa i był korzystny dla wszystkich interesariuszy, w tym klientów i pracowników.

Powyższe rozumowanie może być rozszerzone na analizę związków pomiędzy dążeniem do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy a ogólną sytuacją gospodarczą. Stosuje się w tym przypadku dwojakie ujęcie. Zgodnie z pierwszym dochody akcjonariuszy traktowane są jako rekompensata za oczekiwanie i ponoszenie ryzyka. W drugim ujęciu dochody te są wynagrodzeniem za kontrolowanie (monitorowanie) zachowań menedżerów. Zgodnie z taką interpretacją, jeśli menedżerowie nie są w stanie tak alokować zasoby, aby akcjonariusze mogli osiągnąć maksymalne dochody, wówczas swobodne (przyszłe) przepływy finansowe (*free cash flow*) winny być kierowane do akcjonariuszy, którzy zapewnią bardziej efektywne wykorzystanie tych zasobów.

Rozumowanie takie odzwierciedla więc jednocześnie znaczenie mechanizmów rynku kapitałowego w tworzeniu efektywnych mechanizmów władania korporacyjnego. Potwierdzeniem tego mogą być osiągnięcia gospodarki USA w latach 80. i 90. ubiegłego wieku [Lazonick, O'Sullivan, 2001]. Po roku 2001, a zwłaszcza od 2007 r., sytuacja w USA stała się bardziej skomplikowana i szukanie uzasadnienia dla wartości dla

akcjonariuszy staje się utrudnione. Nie ulega natomiast wątpliwości, że globalizacja rynków finansowych i rozwój technologii informacyjnych oraz komunikacji były jednocześnie efektem i przyczyną uznania w skali globalnej tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa.

W syntetycznym ujęciu dominacja wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa także w skali globalnej wynika z trzech przyczyn [Engelen, 2002]. Pierwszą jest przyczyna ostrożnościowa (*prudential*). Wynika one z teorii agencji i założenia, że rynki kapitałowe nawet w skali globalnej stanowią podstawę dla efektywnego rynku kontroli nad przedsiębiorstwem [Shleifer, Vishny, 1997; Jensen, 2000]. Druga przyczyna ma charakter funkcjonalny i wynika z faktu, że rynek jest najbardziej efektywnym mechanizmem alokacji ograniczonych zasobów. Oznacza to, że alokacja zasobów poprzez rynek kapitałowy jest bardziej efektywna aniżeli alokacja zasobów przez banki. Trzecia przyczyna ma charakter moralny i wynika z faktu, że zgodnie z podstawowymi zasadami kapitalizmu prawo właściciela do dysponowania swym majątkiem i do osiągania z niego korzyści ma charakter fundamentalny.

### **3. Krytyka tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako strategicznego celu przedsiębiorstwa**

Chociaż tworzenie wartości dla akcjonariuszy stało się niejako bezdyskusyjnie przyjmowanym celem przedsiębiorstwa, przynajmniej w teoriach finansowych, to jednak koncepcja ta nie jest przyjmowana bez jakichkolwiek zastrzeżeń. Podstawowe wątpliwości związane z tą koncepcją można podzielić na trzy grupy:

1. Niedoskonałości na poziomie gospodarki w skali makro:
  - koincydencja traktowania wartości dla akcjonariuszy jako podstawy działania i oceny przedsiębiorstwa z okresem koniunktury w USA – od 1980 r. do początków XXI wieku,
  - stymulowanie zjawisk kryzysowych na rynkach finansowych w skali krajów, skali regionalnej i skali globalnej,
  - ograniczenia efektywności rynków kapitałowych jako narzędzia alokacji zasobów i kontroli korporacyjnej.
2. Zastrzeżenia teoretyczne:
  - ograniczenia teorii agencji,
  - traktowanie wartości dla akcjonariuszy jako jednej z ideologicznych podstaw współczesnej gospodarki rynkowej,
  - silne powiązanie kulturowe z władaniem korporacyjnym w USA,
  - niedostateczna wartość argumentów teoretycznych i praktycznych stojących za podejściem „ideologicznym” – argumenty ostrożnościowe, funkcjonalne i moralne,

- ograniczenia teorii i praktyki konwergencji systemów władania korporacyjnego,
  - strukturalne słabe strony modelu nadzoru korporacyjnego USA,
  - niedostateczne uwzględnienie pozostałych interesariuszy.
3. Przyczyna niewłaściwego zachowania menedżerów:
- umożliwienie legalnego osiągnięcia nadmiernych korzyści przez menedżerów,
  - ułatwienie nadużyć przez menedżerów.

Krytyczne dyskusje teoretyków i praktyków dotyczące przydatności tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa obejmują następujące obszary:

1. Doskonalenie zarówno na poziomie teoretycznym, jak i praktycznym bez pogłębionej refleksji nad jej przydatnością.
2. Wskazanie alternatywy, jaką jest przedsiębiorstwo tworzące wartość dla wszystkich interesariuszy.
3. Wskazanie alternatywnego celu, jakim jest zaspokojenie potrzeb klientów oraz wybranych, lecz nie wszystkich, interesariuszy.
4. Eliminacja tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa bez wskazania celów alternatywnych.

Analiza wszystkich powyższych czynników ograniczona jest objętością artykułu, dlatego też przedmiotem rozważań jest jedynie kilka wybranych problemów. W ostatnich latach największą popularność uzyskała krytyka koncepcji maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy przedstawiona przez jednego z jej pionierów. Odnosząc się do swojego wystąpienia z roku 1981, w wywiadzie dla „Financial Times” z 11 marca 2009 r., Welch przyznał, że był to niemądry pomysł (*dumb idea*), lecz podkreślił, że celem jego ówczesnego wystąpienia nie było traktowanie tworzenia majątku akcjonariuszy jako celu strategicznego, ale jako wyniku pośredniego, gdyż cele przedsiębiorstwa związane są z pracownikami, klientami oraz produktami [Guerrera, 2009].

Krytyka tworzenia wartości dla akcjonariuszy przez przedsiębiorstwo stała się również przedmiotem rozważań naukowych o różnym stopniu precyzji analizy teoretycznej i empirycznej. Jest ona również krytykowana w tekstach z zakresu publicystyki naukowej i biznesowej.

Najszerzy zestaw argumentów krytycznych przedstawiają Engelen [2002] oraz Lazonick [Lazonick, O’Sullivan, 2000; Lazonick, 2013]. Określają oni tworzenie wartości dla akcjonariuszy jako swego rodzaju „ideologię”, która z USA i Wielkiej Brytanii rozpowszechniła się w Europie i w Japonii i uzyskała nawet specjalne oficjalne znaczenie w Zasadach Nadzoru Korporacyjnego OECD z 1999 r. [OECD, 1999].

Ogólna krytyka tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa jest konkretyzowana w odniesieniu do kilku specyficznych zjawisk. O ile Lazonick i O'Sullivan [2000] we wcześniejszych pracach wyjaśniali przyczyny przyjęcia tworzenia wartości jako celu działania przedsiębiorstwa i wskazywali ewentualne zagrożenia z nimi związane, o tyle Lazonick w swych późniejszych badaniach jednoznacznie krytykuje przyjęcie maksymalizacji majątku akcjonariuszy jako strategicznego celu przedsiębiorstwa, twierdząc, że nie jest to kategoria ekonomiczno-finansowa, lecz ideologiczna i że ma negatywny wpływ na gospodarkę USA [Lazonick, 2013]. Szczegółowe zastrzeżenia dotyczące tworzenia wartości dla akcjonariuszy dotyczą następujących zagadnień. Po pierwsze, w klasycznym ujęciu jedynie akcjonariusze mają prawo do majątku przedsiębiorstwa jako tzw. pretendenci resztowi (rezydualni), co proponuje się jako tłumaczenie terminu *residual claimants*. Według Lazonicka nie są oni jedynymi pretendenciami resztowymi. Są bowiem także nimi pracownicy oraz państwo, którzy inwestują swoje zasoby w przedsiębiorstwo. Jeśli chodzi o pracowników, to takie podejście jest oczywiste, natomiast państwo jest też pretendenciem resztowym, gdyż niejako inwestuje swoje oczekiwania w przedsiębiorstwo poprzez np. inwestycje w infrastrukturę, czy też w różne formy pomocy, np. finansowanie badań naukowych.

Kolejnym argumentem przeciwko tworzeniu wartości dla akcjonariuszy była według Lazonicka [2013, s. 495–496] utrata miejsc pracy. O ile ten argument był słuszny w okresie bezpośrednio po kryzysie finansowym, o tyle jego znaczenie uległo zmianie w chwili obecnej, gdy stopa bezrobocia w USA osiąga historyczne minimum 3,9% [USA Today, 2018]. Natomiast kolejny argument, czyli nadmierny wzrost wynagrodzeń menedżerów jako efekt dążenia do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, pozostaje w pełni słuszny, chociaż wymagałby on dokładniejszego sprecyzowania [Mesjasz, 2017]. Warto przy tym zauważyć, że Lazonick [2013, s. 499–502] podkreśla, że dążenie do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy wiąże się z wykupem własnych akcji przez przedsiębiorstwa (*buyback*), w tym także przez menedżerów, co z kolei przyczynia się do nieuzasadnionego wzrostu ich dochodów.

Kolejnym przykładem krytycznego podejścia do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest koncepcja rynku realnego i rynku oczekiwań zaproponowana przez Martina [2011]. Podstawą jego krytyki jest oparcie wartości dla akcjonariuszy na teorii agencji. Menedżerowie, czyli agenci, starają się optymalizować swoje działania mające na celu maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Cel ten z punktu widzenia menedżerów nie dotyczy rynku realnego, czyli rynku produktów, czyli uwzględnienia roli klienta, ale rynku oczekiwań, czyli rynku kapitałowego.

Specyfika rynku oczekiwań sprawia, że na przykład większą część dochodów menedżerów nie stanowi wynagrodzenie za pracę, ale zyski z posiadanych przez nich akcji i opcji na zakup akcji. Prowadzi to wtedy do sytuacji, że menedżerowie nie dążą do realizacji celów strategicznych na realnym rynku, ale na rynku oczekiwań, na którym dominują cele krótkoterminowe. Jest to także powodem nieetycznych zachowań menedżerów prowadzących do powstania takich nadużyć jak w firmach WorldCom, Tyco International, Global Crossing.

Aby poprawić istniejącą sytuację, która doprowadziła do kryzysu w latach 2007–2009, należy poprawić istniejący stan rzeczy (*Fixing the Game*) poprzez następujące działania:

1. Skoncentrowanie się powtórnie na kliencie a nie na akcjonariuszu.
2. Przywrócenie autentyczności działań menedżerów poprzez nakłonienie ich do skoncentrowania się na kliencie.
3. Zwrócenie uwagi na działalność rady dyrektorów.
4. Poprawę stopnia regulacji i poziomu zarządzania zachowaniem uczestników rynku oczekiwań; dotyczy to głównie rynków zabezpieczenia przed ryzykiem (*hedging*) oraz relacji pomiędzy funduszami hedgingowymi a funduszami emerytalnymi.
5. Menedżerowie najwyższego szczebla powinni zwrócić większą uwagę na znaczenie zysku przedsiębiorstwa dla całego społeczeństwa.
6. Opracowanie nowej teorii przedsiębiorstwa.

Na konieczność zmian dotyczących tworzenia wartości dla przedsiębiorstwa zwrócił uwagę Denning [2011], który wskazał, że istnieje sprzeczność pomiędzy koncepcjami z teorii agencji rozwijanymi, między innymi, przez Jensena i Mecklinga [1976] a podejściem Druckera, który twierdził, że najważniejszym celem przedsiębiorstwa jest tworzenie klienta [Drucker, 1994, s. 52]. Przeciwwstawienie tworzenia wartości dla akcjonariuszy z zaleceniem Druckera jest często powtarzane w opracowaniach krytycznych wobec tej pierwszej koncepcji.

Rozszerzone refleksje dotyczące celów przedsiębiorstwa, w tym maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, przedstawiają w swym artykule Hart<sup>3</sup> i Zingales [2016]. Poddają oni dokładnej formalnej analizie znaczenie tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa. Jako podstawowy problem traktują rozdzielenie aspektów ekonomicznych i etycznych w działalności przedsiębiorstwa. Wprowadzają też rozróżnienie pomiędzy dobrobytem akcjonariuszy (*welfare*) a wartością rynkową spółki. Przyjmują również za podstawę analizy społeczną odpowiedzialność przedsiębiorcy (spółki) akcyjnej i przedsiębiorstwa. Podstawowym

<sup>3</sup> Laureat Nagrody Nobla za osiągnięcia w dziedzinie ekonomii w roku 2016.

problemem jest określenie roli menedżerów jako powierników a nie pracowników wynajętych przez akcjonariuszy. W związku z tym analizują oni, czy zgodnie ze wspomnianym wcześniej określonym przez Friedmana celem działania zarządzających jest jedynie maksymalizacja wartości rynkowej spółki i pozostawienie wszelkich jej obowiązków społecznych innym podmiotom, czy też do celów spółki winno się również zaliczyć realizację celów społecznych oraz uwzględnienie zobowiązań wobec pozostałych interesariuszy.

Zasadniczym wnioskiem wynikającym z ich rozważań jest stwierdzenie, że nie jest możliwe koncentrowanie się jedynie na maksymalizacji wartości rynkowej spółki, gdyż w ostatecznym bilansie dobrobyt akcjonariuszy związany jest z efektami zewnętrznymi i celami pozostałych interesariuszy. Starają się oni udowodnić, że jest to widoczne w konieczności rozróżnienia pomiędzy dążeniem do krótko- i długoterminowej maksymalizacji wartości spółki. W dłuższym horyzoncie czasowym pojawia się bowiem nie tylko zaspokojenie potrzeb materialnych akcjonariuszy, ale zapewnienie szerszej ujmowanego ich dobrobytu.

Hart i Zingales stosują do tego koncepcję efektów zewnętrznych wynikających z działalności przedsiębiorstwa. Stwierdzają też, że istotną rolę odgrywa horyzont czasowy, czyli rozróżnienie pomiędzy krótko- a długoterminową maksymalizacją wartości przedsiębiorstwa. Osiągnięcie tej ostatniej wymaga bowiem uwzględnienia czynników etycznych a nie tylko ekonomicznych.

## **Zakończenie**

Przedstawione w artykule wstępne rozważania dotyczące zalet i wad przyjęcia tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako celu spółki akcyjnej (przedsiębiorcy) oraz jej przedsiębiorstwa pozwalają na przedstawienie wniosków, które dotyczą zarówno zagadnień praktycznych, jak i jednocześnie wskazują kierunki dalszych badań.

Po pierwsze, tworzenie wartości dla akcjonariuszy jako strategiczny cel przedsiębiorstwa wymaga stałego prowadzenia badań empirycznych i rozważań teoretycznych dotyczących jej przydatności. Po drugie, tworzenie wartości dla akcjonariuszy nie może być traktowane bezrefleksyjnie jedynie jako „techniczna” normatywna cecha służąca do oceny przedsiębiorstwa. Po trzecie, istotny wpływ na ocenę znaczenia tworzenia wartości dla akcjonariuszy odgrywają czynniki ideologiczne. Ekspozowanie wartości dla akcjonariuszy wiąże się z nadmierną koncentracją na ideologii wolnorynkowej, a propozycje koncepcji ekspozujących znaczenie innych grup interesariuszy, w tym głównie pracowników, traktowane jest jako populizm [Bruner, 2013]. Po czwarte, stan wiedzy dotyczący wad i zalet

tworzenia wartości dla akcjonariusza pozwala na trzy kierunki jej doskonalenia: powiązanie dążenia do tworzenia wartości dla akcjonariuszy z celami innych ważnych interesariuszy, czyli klientów i pracowników, tworzenie miar efektywności przedsiębiorstwa pozwalających na uwzględnienie wszystkich interesariuszy, uwzględnienie interesów społeczeństwa w ocenie działalności przedsiębiorców (spółek akcyjnych) oraz ich przedsiębiorstw powinno wynikać nie tylko z przesłanek etycznych. Przedsiębiorstwa nie mogą pozostawiać tych problemów instytucjom społecznym, lecz winny uwzględniać je jako czynniki oceny wynikające z przesłanek prawnych i ekonomicznych.

Wszystkie powyższe kierunki działań wymagają znaczących zmian w ekonomicznej teorii przedsiębiorstwa (teorii firmy) oraz w teorii zarządzania, w tym także w teorii władania korporacyjnego. Do podstawowych kierunków dalszych badań w tym zakresie zaliczyć można przede wszystkim analizę przydatności oraz poszerzenie i pogłębienie kontraktowej interpretacji przedsiębiorstwa. Nie dotyczy to jedynie rewizji teorii agencji, nadmiernie uproszczonej jak na obecny stan praktyki i teorii, lecz również konieczności syntezy wielu nurtów teorii firmy oraz teorii zarządzania.

Szczególnie obiecujące w tym obszarze jest dokładne empiryczne zbadanie związków pomiędzy tworzeniem wartości dla akcjonariuszy a nadmiernym, nieuzasadnionym wzrostem dochodów menedżerów wynikających ze sprzedaży posiadanych przez nich akcji i innych instrumentów finansowych kierowanych przez nich przedsiębiorstw.

Jako podstawowy kierunek badań teoretycznych można zaproponować zaawansowane metody modelowania i symulacji nawiązujące do studiów nad systemami złożonymi. Kluczowym warunkiem w takim przypadku jest możliwość i umiejętność zgromadzenia odpowiedniej ilości realnych danych.

Uwzględnienie wszystkich zależności pomiędzy interesariuszami wpływa na zmianę podejścia w ramach teorii firmy. Należy więc uwzględnić następujące kwestie: poszerzenie zakresu celów przedsiębiorstwa, wprowadzenie nowych koncepcji teoretycznych, w tym przede wszystkim poszerzenie kontraktowej interpretacji przedsiębiorstwa o analizę jawnych i niejawnych kontraktów pomiędzy wszystkimi interesariuszami, opracowanie sposobów reprezentowania wszystkich interesariuszy w systemie władania przedsiębiorstwem.

## Literatura

- Berle A. (1931), *Corporate Powers as Powers in Trust*, „Harvard Law Review”, Vol. 44, No. 7.
- Berle A.A. jr., Means G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Bruner C. (2013), *Conceptions of Corporate Purpose in Post-Crisis Financial Firms*, „Seattle University Law Review”, Vol. 36, No. 2.
- Cosans C. (2009.), *Does Milton Friedman Support a Vigorous Business Ethics?* „Journal of Business Ethics”, Vol. 87, No. 3.
- Denning S. (2011), *The Dumbest Idea in the World: Maximizing Shareholder Value*, „Forbes”, 28 November.
- Drucker P.F. (1994), *Praktyka zarządzania*, Nowoczesność/Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Warszawa/Kraków.
- Eisenhardt K.M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review”, Vol. 14, No. 1.
- Engelen E. (2002), *Corporate Governance, Property and Democracy: A Conceptual Critique of Shareholder Ideology*, „Economy and Society”, Vol. 31, No. 3.
- Friedman M. (1962), *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman M. (1970), *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, „The New York Times Magazine”, 13 September.
- Guerrera F. (2009), *Welch Condemns Share Price Focus*, „Financial Times”, 12 March.
- Hart O., Zingales L. (2016), *Should a Company Pursue Shareholder Value?*, Conference Economics of Social Sector Organizations, The University of Chicago Booth School of Business <https://www.chicagobooth.edu/~media/a4c1c6db9a-2648a38ea2db7205201450.pdf>, dostęp: 12.03.2018.
- Jaki A. (2012), *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe UEK – seria specjalna Monografie”, nr 215, Wydawnictwo UEK, Kraków.
- Jensen M.C. (2000), *A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, No. 4.
- Kasiewicz S. (2009), *Koncepcja zarządzania wartością jako źródło kryzysu finansowego*, „Finansowanie Nieruchomości”, nr 20.
- Lazonick W. (2013), *From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy*, w: M.H. Wolfson, G.A. Epstein (eds.), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford.
- Lazonick W., O’Sullivan M. (2000), *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, „Economy and Society”, Vol. 29, No. 1.
- Martin R.L. (2011), *Fixing the Game: Bubbles, Crashes and what Capitalism Can Learn from the NFL*, Harvard Business Review Press, Boston, MA.
- Mesjasz C. (2006), *Nadzór, władanie, czy ład korporacyjny: Problem nie tylko semantyczny*, w: S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

- Mesjasz C. (2008), *Koncepcje wartości przedsiębiorstwa w podstawowych teoriach władania korporacyjnego*, w: S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Mesjasz C. (2017), *Nadzór korporacyjny a rozwarstwienie wynagrodzenia menedżerów i pracowników w spółkach publicznych*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 322.
- OECD (1999), *Principles of Corporate Governance*, OECD, Paris.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa.
- Rappaport A. (2006), *The Ways to Create Shareholder Value*, „Harvard Business Review”, September.
- Ross S. (1973), *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, „American Economic Review”, Vol. 62, No. 2.
- Shleifer A., Vishny R. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance”, Vol. 52, No. 2.
- Szablewski A. (2000), *Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji*, w: A. Szablewski (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa.
- Turnbull S. (2000), *Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms*, „Gouvernance: Revue Internationale”, Vol. 1, No. 1.
- Value Based Management Net, <http://www.valuebasedmanagement.net/>, dostęp: 21.04.2017.
- Welch J.F. (1981), *Growing Fast in a Slow-Growth Economy, speech to financial community representatives*, Hotel Pierre, New York, 8 grudnia, w: Lowe J. (1981), *Jack Welch Speaks: Wit and Wisdom from the World's Greatest Business Leader*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.
- USA Today (2018), <https://www.usatoday.com/story/money/2018/05/04/labor-department-expected-report-191-000-job-gains-april/579411002/>, 04 May, dostęp: 21.11.2018.

## Streszczenie

Dyskusja na temat maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy dotyczy zarówno zalet, jak i wad tej koncepcji. Podstawowe pytania są następujące: Czy tworzenie wartości dla akcjonariuszy może być traktowane jako strategiczny cel przedsiębiorstwa? Czy można tę koncepcję doskonalić przy zachowaniu jej podstawowych założeń? Czy należy całkowicie porzucić tę koncepcję w teorii i w praktyce zarządzania finansami przedsiębiorstwa i władania korporacyjnego? Czy należy ją zastąpić ogólniejszą koncepcją tworzenia wartości dla wszystkich interesariuszy? Celem artykułu jest przedstawienie stanu wiedzy dotyczącej maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa, a zarazem jako miary jego sukcesu.

## Słowa kluczowe

wartość rynkowa przedsiębiorstwa, teoria agencji, dochody menedżerów, teoria przedsiębiorstwa, społeczna odpowiedzialność biznesu

## **Creating Shareholder Value as the Measure of Corporate Success: Advantages and disadvantages (Summary)**

Discussion on creating the shareholder value focuses both on advantages and disadvantages of this concept. The basic questions are as follows. Can creating shareholder value be treated as a strategic objective of the company? Can this concept be improved, while maintaining its basic assumptions? Is it possible to abandon this concept in theory and in practice of corporate financial management and in corporate governance? Should it be replaced with a more general concept of value creation for all stakeholders? The aim of the paper is to present the state of knowledge on maximizing the value for shareholders as the goal of company and, at the same time, as the measure of its success.

### **Keywords**

market value of company, agency theory, income of managers, theory of the firm, corporate social responsibility

