

Instytut Ekonomii, Wydział Ekonomiczny UMCS

ELŻBIETA MARIA WROŃSKA

*Wartość dla akcjonariuszy
czy wartość dla wszystkich zainteresowanych stron?*

Shareholder value or stakeholder value?

MODELE DZIAŁANIA PRZEDSIĘBIORSTW

Konkurencja rynkowa w latach 90. XX wieku spowodowała zainteresowanie przedsiębiorstw tworzeniem wartości. Wartość przedsiębiorstwa w ostatnich latach stała się też często eksponowanym przez wielu celem działania podmiotów.

Ukierunkowanie na tworzenie wartości, obecne w ostatnich latach zarówno w teorii, jak i w praktyce działania firmy, wywołało dyskusje na temat podmiotu, któremu służy przedsiębiorstwo. W latach 90. dyskusje na temat zarządzania przedsiębiorstwem odwołują się do kwestii czy przedsiębiorstwo winno równoważyć interesy wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem (*stakeholders* – interesariuszy), czy też działać na rzecz akcjonariuszy (*shareholders*).¹

Na tak postawione pytanie została podjęta próba odpowiedzi, w wyniku której wyodrębniono dwa modele działania przedsiębiorstwa. Wyróżnić można:²

– finansowy model przedsiębiorstwa uwzględniający cel działania przedsiębiorstwa jako podnoszenie wartości dla akcjonariusza (*shareholder value perspective*). Firma jest tu traktowana jako instrument wykorzystywany do generowania dochodu na rzecz akcjonariuszy,

– społeczny model przedsiębiorstwa – przyjmujący perspektywę wzrostu wartości dla grupy interesów (*stakeholder value perspective*). Firma jest postrzegana jako koalicja interesów dostawców zasobów, którym przyświeca intencja ogólnego wzrostu bogactwa. Przedsiębiorstwo jest postrzegane jako wspólne przedsięwzięcie,

¹ Por. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 3–11.

² Por. I. Kołodkiewicz, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, POLTEXT, Warszawa 1999, s. 35 i n.

w ramach którego dawcy kapitału, wiedzy, zdolności, pracy i usług współpracują na równi nad osiągnięciem wspólnego sukcesu. Z powyższego wynika obecność dwu perspektyw w funkcjonowaniu przedsiębiorstw:³

– orientacja na realizację interesów akcjonariuszy – charakterystyczna dla gospodarki Stanów Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii (tzw. model anglosaski),

– orientacja na interesy wielu osób zaangażowanych w działalność organizacji – charakterystyczna dla gospodarki krajów Niemiec, Francji oraz Japonii (tzw. model kontynentalny).

Wpływ priorytetów działania ma ogromny wpływ na praktykę działania zarządów. Wynika to między innymi z faktu, że priorytety ukierunkowują percepcję menedżerów, pozwalają określić, jakie działania są istotne.⁴

W zależności od przyjętej perspektywy, oczekiwania grup interesów stanowią podwaliny strategii przedsiębiorstw. W finansowym modelu przedsiębiorstwa organizacja jest traktowana jako własność akcjonariusza i jest instrumentem realizacji celu, jakim jest słuźenie akcjonariuszom i ich bogacenie. Charakterystyczne jest, że przyjmuje się tutaj jako cel działania przedsiębiorstwa maksymalizowanie wartości dla akcjonariuszy, czyli maksymalizowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa (wartości akcji). Do głównych trudności w ramach tego modelu należy problem powiązania interesów kadry zarządzającej (agenta) z interesem akcjonariuszy.⁵ Problem nadzoru jest rozwiązywany poprzez funkcjonowanie rad nadzorczych działających w imieniu właściciela.⁶ Udziałowcy współdziałają z profesjonalną kadrą zarządzającą w celu efektywnej realizacji stawianych przed korporacją zadań. Podkreślić należy, że wpływ na skład organu zarządzającego mają tylko akcjonariusze. Zarząd staje się wykonawcą woli akcjonariuszy.

W perspektywie funkcjonowania przedsiębiorstwa zorientowanego na równowagę interesów wszystkich *stakeholders*, konieczne jest utrzymywanie przez kadrę zarządzającą podniesionej gotowości w zakresie podejmowania decyzji. Konieczne są także umiejętności przewidzenia charakteru i wielkości wpływu realizowanych działań na każdą z wyróżnionych grup interesu oraz ich reakcji na działania podejmowane przez firmę. Kierunek działalności przedsiębiorstwa w społecznym modelu wytycza odpowiedzialność społeczna, a miernikiem sukcesu jest dostarczenie satysfakcji wszystkim grupom interesu. Przed tego typu instytucją stoi następujące wyzwanie: utrzymanie równowagi pomiędzy interesami reprezentowanymi przez wszystkie grupy posiadające interes w prowadzeniu działalności przez przedsiębiorstwo. Zarząd pełni funkcję negocjatorów. W tym modelu funkcjonowania przedsiębiorstwa, wpływ na funkcjonowanie zarządu i podejmowane przez niego decyzje mają wszystkie zainteresowane grupy. Tworzone są

³ *Ibid.*, s. 143.

⁴ Por. B. Wawrzyniak, *Odnawianie przedsiębiorstwa na spotkanie XXI wieku*, POLTEXT, Warszawa 1999, s. 26.

⁵ Zastosowanie ma tu problematyka związana z teorią agencji.

⁶ Por. I. Kołodkiewicz, *op. cit.*, s. 40.

Tab. 1. Zestawienie priorytetów działań przedsiębiorstw z różnych krajów
The aims of companies from different countries

| Priorytety | W. Brytania | Francja | Niemcy | USA | Japonia |
|---|-------------|---------|--------|-------|---------|
| Priorytet dla realizacji celów wszystkich grup interesu | 29,5% | 78% | 83% | 24,4% | 97,1% |
| Priorytet interesu udziałowców | 70,5% | 22% | 17% | 75,6% | 2,9% |

Źródło: B. Wawrzyniak, *Odnawianie przedsiębiorstwa na spotkanie XXI wieku*, POLTEXT, Warszawa 1999, s. 25.

na przykład rady pracowników czy wierzycieli, które mają możliwość udziału w zarządzaniu przedsiębiorstwem.⁷

W tabeli 1 zaprezentowano wyniki badań przeprowadzonych w latach 1990–1992, które wskazują deklarowane priorytety zarządzania przedsiębiorstwem. Z tabeli wynika, że firmy amerykańskie i angielskie akcentują w większym stopniu interes udziałowców, podczas gdy interesy innych grup – pracowników banków, dystrybutorów, dostawców są traktowane jako mniej istotne. Odwrotnie jest w Japonii, Niemczech i Francji, gdzie priorytet mają inne, poza udziałowcami, grupy interesów.

PRZYCZYNY WYSTĘPOWANIA RÓŻNYCH UKIERUNKOWAŃ W DZIAŁANIU PRZEDSIĘBIORSTW

Przyczyn istnienia dwóch modeli działania przedsiębiorstw upatruje się w funkcjonujących rozwiązaniach giełd papierów wartościowych. Model anglosaski cechuje się dużymi i płynnymi rynkami kapitałowymi.⁸ Rynki kapitałowe modelu kontynentalnego są mniejsze, mniej płynne, a ich cechą jest koncentracja władzy i własności w rękach banków.⁹ Ponadto przyczyny występowania dwóch modeli tworzenia wartości występują w różnicach pomiędzy systemami własności i nadzoru nad przedsiębiorstwami.¹⁰ Do innych przyczyn zaliczany jest też różny stopień koncentracji własności oraz kontrola nad źródłami finansowania.¹¹

Stany Zjednoczone oraz Wielka Brytania postrzegane są jako kraje, gdzie dominuje powszechna i rozproszona własność akcji. Z tego powodu informacje o spółkach są powszechnie dostępne i jednocześnie powszechnie wykorzystywane do podejmowania decyzji inwestycyjnych. W efekcie kurs rynkowy często jest

⁷ Szerzej na temat stosowanych rozwiązań udziału różnych grup w zarządzaniu przedsiębiorstwem w wybranych krajach Europy Zachodniej piszą T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 5–6.

⁸ A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 205.

⁹ A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 205.

¹⁰ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 4.

¹¹ *Ibid.*, s. 6.

uznawany za najlepszy miernik sprawności kierownictwa.¹² Taka sytuacja powoduje zaistnienie dużego nacisku na przedsiębiorstwa i ich zarządy, by działania podejmowane były w celu tworzenia wartości rynkowej. Dlatego też powszechnie wyrażanym celem działania przedsiębiorstw zgodnie z tym modelem jest maksymalizowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa, tj. maksymalizowanie wartości akcji. Dodatkową motywacją do podejmowania decyzji na rzecz maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy jest zagrożenie wrogim przejęciem. Natomiast w Japonii czy Niemczech właścicielami przedsiębiorstw są instytucje finansowe lub inne przedsiębiorstwa. Dlatego też dużą uwagę zwraca się na jakość powiązań pomiędzy podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie podmiotu – dostawców, kooperantów. Ponadto w krajach modelu kontynentalnego zwraca się dużą uwagę na fakt znaczącego udziału pracowników w podejmowaniu decyzji przedsiębiorstw.¹³

Kredytowanie w Niemczech zdominowane jest przez źródła instytucjonalne, a nie pochodzące z giełd papierów wartościowych. Pożyczki stanowią ok. 85% całego kapitału zewnętrznego, ale są to głównie pożyczki banków. Nie korzysta się niemal z bonów komercyjnych, które w USA są popularnym źródłem finansowania krótkoterminowego zadłużenia, a obligacje przedsiębiorstw to tylko 0,14% wszystkich wyemitowanych obligacji niemieckich.¹⁴ W Japonii 2,8% kapitału zewnętrznego dotyczy obligacji przedsiębiorstw. Najwięksi właściciele papierów wartościowych w Japonii kupują te papiery w celu nawiązania i utrzymania stosunków handlowych i rzadko je odsprzedają.¹⁵

Dodatkowo, jako przyczynę występowania dwu modeli, podaje się różnice w funkcjonowaniu krajów po II wojnie światowej. W USA nastąpił szybki rozwój rynków kapitałowych i w dość krótkim czasie nastąpiło upowszechnienie własności akcji za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych czy emerytalnych. W efekcie „dyrygentami” ogromnych zasobów finansowych są menedżerowie tych funduszy.¹⁶ Po kolejnej fali fuzji pod koniec lat 80. charakteryzującej się wrogimi przejęciami, menedżerowie przedsiębiorstw poczuli się zmuszeni do wypełniania krótkoterminowych oczekiwań analityków giełdowych. Każdy prezes był zobowiązany uważać, by jego przedsiębiorstwo nie stało się obiektem pożądania ze strony potencjalnego agresora. A to oznaczało, że należy dbać o maksymalny wzrost kursu akcji.¹⁷

Natomiast w Europie powojennej cały system polityczny miał być całkowicie demokratyczny – ideałem było niewykluczanie żadnych celów (z wyjątkiem antydemokratycznych).¹⁸ Cele podmiotu gospodarczego były również formuło-

¹² *Ibid.*, s. 8.

¹³ *Ibid.*, s. 5–6.

¹⁴ *Ibid.*, s. 6.

¹⁵ *Ibid.*, s. 8.

¹⁶ F. Malik, *Die Rueckkehr des Corporate Capitalism*, „New Management” 2001, nr 11 (przedruk w „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 8, *Czym interesom służy przedsiębiorstwo*).

¹⁷ *Ibidem*, oraz *Ekscesy kapitalizmu menedżerskiego*, „Zarządzanie na Świecie” 2003, nr 2.

¹⁸ R. W. Mills, B. Weinstein, *Zarządzanie wartością firmy – jak pogodzić interesy udziałowców i pozostałych interesariuszy*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 20001, nr 5.

wane w oparciu nie tylko o interesy bezpośrednich interesariuszy, jak na przykład pracownicy, klienci, dostawcy. Istotnym elementem była także szerszej pojmowana polityka społeczna (np. grupy etniczne, prawa kobiet).¹⁹ W niektórych krajach rolę właścicieli przejęło państwo, banki, grupy przemysłowe.²⁰ Stąd też w Europie Zachodniej widziano zasadność ograniczania znaczenia osiągania wysokich wyników finansowych w interesie sprawiedliwości, bezpieczeństwa osobistego, stabilności społecznej, wspieranie tradycyjnych społeczności i stylu życia.²¹ Ekspozowanym celem stały się wieloletnie powiązania z odbiorcami i dostawcami.²² Stąd też w wielu Europejczykach powstała podejrzliwość w stosunku do twierdzenia, że wartość dla udziałowców powinna stanowić cel przedsiębiorstwa.

Zwolennicy celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, przytaczają wiele argumentów. Jednak większość z tych argumentów dotyczy braku zasadności przyjęcia perspektywy interesariuszy. Jednym z takich argumentów jest stwierdzenie rozbieżności konkurencyjnych oczekiwań pomiędzy zainteresowanymi grupami – konsumenci chcą niskich cen i wysokiej jakości, pracownicy chcą wysokich płac i dobrych warunków pracy, stabilności zatrudnienia, dostawcy chcą niskiego ryzyka i wysokiej stopy zwrotu, społeczność chce wysokich dotacji na środowisko i cele charytatywne. W efekcie istnienia tych rozbieżności trudno jest jednocześnie zaspokajać interesy wszystkich stron i stworzyć wartość przedsiębiorstwa. Dlatego też uważa się, że koncentracja na jednej stronie – akcjonariuszach – jest obiektywnie sformułowanym celem działania, pozbawiającym ten cel jakichkolwiek sprzeczności.

Ponadto zwolennicy idei wartości dla akcjonariuszy wskazują na wielość stron zainteresowanych istnieniem podmiotu, co dodatkowo stwarza trudności w jednoczesnym zaspokajaniu potrzeb wszystkich stron o nierównych siłach:²³ rząd, grupy społeczne, społeczności lokalne, pracownicy i ich rodziny, dostawcy i ich kooperanci.

Innym argumentem jest wskazywanie, że koncepcja *stakeholders* podwyższa koszty agencji poprzez zwiększenie kosztów monitorowania i nadzoru ze strony wielu grup interesariuszy.²⁴ Porusza się problem braku możliwości dyskusowania kontrowersyjnych kwestii, gdyż przedstawiciele akcjonariuszy obawiają się, że pracownicy uczestniczący w organach współdecydujących prześlą pewne informacje o podmiocie innym zainteresowanym stronom.²⁵ W efekcie nie dochodzi do poważnych dyskusji, gdyż zarząd obawia się utraty autorytetu wśród interesariuszy.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ F. Malik, *op. cit.*

²¹ R. W. Mills, B. Weinstein, *op. cit.*

²² F. Malik, *op. cit.*

²³ R. W. Mills, B. Weinstein, *op. cit.* oraz T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 3.

²⁴ M. C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, „Business Ethics Quarterly”, January 2001, vol. 12, nr 1. Por także *Ostra krytyka niemieckiego systemu współdecydowania*, „Zarządzanie na Świecie” 2003, nr 5.

²⁵ *Ibidem*.

Kolejnym argumentem jest twierdzenie, że postulaty równoważenia interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem często ułatwiają menedżerom uzasadnianie nieekonomicznej dywersyfikacji lub nadmiernego inwestowania w znajdującą się w fazie schyłkowej działalność podstawową. Wynika to z faktu, że działania te będą dobrze oceniane wyłącznie przez podmioty inne niż akcjonariusze.²⁶

Przeciwko podejściu związanemu z maksymalizowaniem wartości rynkowej dla akcjonariuszy stawiane są przykłady wzrostu wartości akcji na przykład w wyniku upublicznienia informacji o uzyskanym skwitowaniu przez członków zarządu. W takim przypadku trudno mówić o powstaniu wartości przedsiębiorstwa.²⁷

Inny argument przeciw ukierunkowaniu na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy wiązać można z samą nazwą tej perspektywy: „wartość dla akcjonariuszy”. Sugeruje ona sposób dystrybucji wytworzonej nadwyżki – dla akcjonariuszy z pominięciem innych podmiotów uczestniczących w tworzeniu tej wartości.

Spór o to, czyim interesom służy przedsiębiorstwo w świetle powyżej zaprezentowanych argumentów wydaje się być trudny do rozstrzygnięcia. Podnoszone argumenty, jak również wyrażane obawy przez zwolenników jednej czy drugiej koncepcji można ocenić jako uzasadnione. Zwrócić jednak należy uwagę na niżej opisane kwestie.

Specjaliści od zarządzania uważają, że najbardziej ogólnym celem przedsiębiorstwa jest przetrwanie i rozwój.²⁸ Sama egzystencja nie nastawiona na rozwój w warunkach rosnącej konkurencji oznaczałaby obumieranie przedsiębiorstwa. Jest oczywiste, że aby zapewnić sobie przetrwanie w długim okresie przedsiębiorstwo musi być nastawione na rozwój.²⁹ Ukierunkowanie na wartość przedsiębiorstwa spełnia ten warunek. Oparcie wartości przedsiębiorstwa na długoterminowych przepływach pieniężnych pozwala ocenić zdolności konkurencyjne przedsiębiorstwa, które są podstawą trwania i rozwoju przedsiębiorstwa. Z tego powodu wartość przedsiębiorstwa może być miarą efektów działania i kryterium podejmowanych działań. Ukierunkowanie na tworzenie wartości podwyższa wymogi efektywnościowe podejmowanych działań, gdyż efekty tych działań muszą generować strumień pieniężny pozwalający pokryć wszystkie koszty łącznie z kosztami kapitału oraz wydatki na niezbędne inwestycje w majątek trwały i obrotowy. Jeżeli działanie spełnia warunek przyczyniania się do tworzenia wartości, to oznacza, że przyczynia się do wzmocnienia siły finansowej podmiotu i stwarza mu finansową podstawę do przetrwania i rozwoju. Można zatem powiedzieć, że wartość przedsiębiorstwa powinna stanowić wymóg działania podmiotu.

²⁶ Por. A. Rappaport, *op. cit.*, s. 7.

²⁷ M. Hauser, *Gospodarka przedsiębiorstwa zorientowana na wartość*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000, nr 10.

²⁸ J. Jeżak, *Zarządzanie przedsiębiorstwem zorientowane na wzrost wartości dla jego właścicieli*, PO 5/2001.

²⁹ *Ibidem*.

Miara efektów działania i wymóg efektywnościowy podejmowanych działań, jaką jest wartość przedsiębiorstwa, powinna być oparta na nadwyżce finansowej tworzonej w przedsiębiorstwie w długim okresie. Wartość przedsiębiorstwa oparta na przepływach pieniężnych jest najlepszym miernikiem, ponieważ jej oszacowanie wymaga pełnych informacji o efektach zaangażowania wszystkich zasobów posiadanych lub kontrolowanych przez przedsiębiorstwo.³⁰ Z tego powodu wartość przedsiębiorstwa ustalona na podstawie przepływów pieniężnych jest lepszą miarą wytworzonej wartości niż jest kurs i zmiana tego kursu akcji.

Posługując się pojęciem maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy, wielu autorów uważa, że czynnikiem determinującym tę wartość są przepływy pieniężne a nie zmiana kursu akcji. Oparcie miary działania na kursie akcji wymaga, by rynek był efektywny na poziomie co najmniej średnim. Nie wszystkie jednak rynki są efektywne i wysoce płynne. Jeżeli rynek byłby efektywny, to wówczas wytworzona wartość mogłaby się szybko przejawiać we wzroście wartości akcji lub/i wartości dywidendy. Jednak akcjonariusze biorą pod uwagę także wiele innych czynników w decyzjach inwestycyjnych. W ostatnich latach na giełdach (głównie amerykańskiej) o zmianie kursów akcji decydowały przede wszystkim nastroje i oczekiwania inwestorów.³¹ Zdrowy rozsądek podpowiada, by kurs akcji traktować jako produkt uboczny sukcesów przedsiębiorstw.³²

Kolejną kwestią, którą należy poruszyć jest problem okresu, w jakim tworzona jest wartość przedsiębiorstwa. W praktyce wiele przedsiębiorstw uprościło założenie, że kurs natychmiast odzwierciedli poprawę wyników. W normalnych warunkach potrzeba na to lat.³³ Ważniejszy jest zatem długi okres. Dotyczy to długiego okresu zarówno w zakresie generowania nadwyżek finansowych, jak i długiego okresu odzwierciedlenia wartości przedsiębiorstwa w kursie akcji.

W wielu przypadkach ukierunkowanie na wzrost kursu akcji w krótkim okresie prowadziło do podejmowania wielu działań, które niekoniecznie przyczyniają się do tworzenia wartości. Były jednak podejmowane, bo były pozytywnie oceniane przez akcjonariuszy. Wspomnieć tu należy o manipulacjach księgowych i ich skutkach. Przykładami podejmowania takich działań są przedsiębiorstwa ENRON czy też WorldCom. Nastawienie na maksymalizowanie wartości akcji w krótkim okresie nie zawsze zatem służy tworzeniu siły finansowej przedsiębiorstwa. W efekcie podejmowanych działań przedsiębiorstwo nie służy żadnej ze stron: ani akcjonariuszom, ani pozostałym interesariuszom. Głoszone cele maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy poprzez wpływanie na kurs akcji powodowały, że jedynymi beneficjentami podejmowanych w tym kierunku działań byli sami menedżerowie.³⁴ Wynika to z faktu, że wynagrodzenia zarządów były silnie związane z poziomem kursów akcji. W efekcie takich działań nie była tworzona wartość przedsiębiorstwa, a zarządy wykorzystywały hasło wartości dla akcjonariuszy w celu pomnażania wyłącznie własnych korzyści.

³⁰ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 21.

³¹ *Nowe priorytety dla szefa finansów*, „Zarządzanie na Świecie” 2003, nr 1.

³² *Ekscesy kapitalizmu menedżerskiego*, „Zarządzanie na Świecie” 2003, nr 2.

³³ *Nowe priorytety dla szefa finansów*, *op. cit.*

³⁴ *Ibidem* oraz *Ekscesy kapitalizmu menedżerskiego*, *op. cit.*

Istotne z punktu widzenia analizy dwóch modeli jest też to, że uwzględnianie w działaniach przedsiębiorstw interesów wszystkich stron wydaje się być nieuzasadnione. Konieczne jest natomiast uwzględnianie interesów podmiotów bezpośrednio związanych z podmiotem: klientów, pracowników, dostawców, właścicieli i wierzycieli. Inni interesariusze tacy jak rząd, społeczność lokalna, grupy społeczne mogą korzystać z faktu, że zaspokojone zostały roszczenia bezpośrednich grup interesu. Przedsiębiorstwo nie ma możliwości a nawet uprawnień do tego, by podejmować decyzje w czyimś interesie i działać w imieniu np. rządu czy też społeczności lokalnej. Natomiast powodzenie w działaniu przedsiębiorstwa i zaspokojenie potrzeb interesariuszy bezpośrednich może być źródłem zaspokojenia potrzeb interesariuszy pośrednich.

MOŻLIWOŚĆ POGODZENIA POTRZEB AKCJONARIUSZY I INTERESARIUSZY

W świetle powyższego, konieczne staje się stwierdzenie, że w kontekście tworzenia wartości przedsiębiorstwa opartej na przepływach pieniężnych, interesy akcjonariuszy i interesariuszy nie powinny być traktowane jako alternatywne. M. C. Jensen w kontekście rozważań nad teorią *shareholders* i *stakeholders* używa pojęć: *enlightened value maximization* oraz *enlightened stakeholder theory*.³⁵ *Enlightened value maximization* przejawia się w stwierdzeniu, że nie można zaspokoić potrzeb akcjonariuszy, jeżeli firma nie zaspokaja na rynkowym poziomie oczekiwań interesariuszy. Nie można tworzyć długoterminowej wartości, jeśli się ignoruje lub źle traktuje wszystkie strony zaangażowane w tworzenie wartości. Natomiast *enlightened stakeholder theory* pokazuje, że długoterminowa wartość przedsiębiorstwa daje szansę na długotrwałe działanie podmiotu i służenie wszystkim zainteresowanym stronom. Zwraca też uwagę, że jeżeli potrzeby akcjonariuszy (na poziomie pożądanej rynkowej stopy dochodu) nie są realizowane, to nie będzie można zaspokoić potrzeb interesariuszy. Podmiot, który nie generuje dochodu dla akcjonariuszy na poziomie oczekiwanej przez niego stopy dochodu, nie ma szans istnienia i rozwoju, a zatem nie będzie możliwości zaspokajania potrzeb interesariuszy.³⁶

Uznać zatem należy konieczność zachowania wysokiej konkurencyjności i wysokiej efektywności, jeżeli przedsiębiorstwo ma przetrwać, rozwijać się i służyć interesom wszystkich podmiotów z nim związanych. Ale jednocześnie istnienie przedsiębiorstwa i zdolność do pozyskiwania przewagi konkurencyjnej zależy w długim okresie od relacji finansowych ze wszystkimi *stakeholders*.³⁷ Nie można tworzyć długoterminowej wartości, jeśli ignorowane są zainteresowane podmioty – klienci, pracownicy, dostawcy, akcjonariusze i wierzyciele. Podstawą tworzenia wartości są lojalni *stakeholders*. A ci mogą się pojawić, jeżeli będą traktowani

³⁵ M. C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory*, *op. cit.*

³⁶ *Ibidem*.

³⁷ A. Rappaport, *op. cit.*, s. 8.

odpowiedzialnie przez podmiot, z którym współpracują. Firmy muszą uwzględniać roszczenia finansowe *stakeholders* na rynkowym poziomie, aby utrzymać jego związek z przedsiębiorstwem w długim okresie.³⁸ Wartość pojawi się, gdy przedsiębiorstwo pozyska lojalnych odbiorców, lojalnych pracowników, dostawców, wierzycieli i właścicieli. Oznacza to jednocześnie, że przedsiębiorstwo powinno tak działać, by generować nadwyżki finansowe pozwalające zaspokoić roszczenia finansowe podmiotów związanych z przedsiębiorstwem, ale także dodatkową wartość pozwalającą przedsiębiorstwu na rozwój i trwanie w długim okresie. To implikuje, że firma winna wykazywać się wysokim poziomem efektywności i winna generować wysoki poziom nadwyżek finansowych na bazie lojalnych *stakeholders* i w celu zaspokojenia potrzeb *stakeholders* i akcjonariuszy.³⁹

Ponadto Jensen podkreśla, że przedsiębiorstwo jest żywym systemem a nie maszynką do robienia pieniędzy. W efekcie przyjęcia takiego podejścia zamiast eksploatować podmiot w celu tworzenia maksymalnej wartości dla akcjonariuszy, winno się działać w taki sposób, by poszukiwać wartości.⁴⁰

W ostatnich latach widoczne jest także zjawisko zmiany priorytetów w działaniu podmiotów gospodarczych – firmy amerykańskie nastawione na akcjonariuszy przedstawiają się na klientów szeroko rozumianych.⁴¹ Rośnie liczba partnerskich porozumień obejmujących współpracę przedsiębiorstwa z jego różnymi grupami interesów. Nowi prezesi stosują bardziej partycypacyjny styl zarządzania.⁴² Zachodzące zmiany dotyczą również firm japońskich oraz europejskich. Szczególnie uwypukliły one znaczenie grup interesów takich jak akcjonariusze. Widoczne zjawiska zmian w priorytetach wpisują się w nurt zmian tzw. stopniowego zacierania się granic pomiędzy poszczególnymi perspektywami (konwergencja modeli).⁴³

Jednym z efektów tej konwergencji modeli jest koncepcja *Balanced Scorecard* stworzona przez Kaplana i Nortona⁴⁴ – amerykańskich teoretyków i praktyków zarządzania. Strategiczna Karta Wyników wyodrębnia cztery perspektywy działania przedsiębiorstwa. Perspektywy te można traktować jako odzwierciedlenie roszczeń czterech grup podmiotów zainteresowanych w funkcjonowanie przedsiębiorstwa:

³⁸ M. C. Jensen, *op. cit.*

³⁹ O konieczności pogodzenia interesów akcjonariuszy i innych *stakeholders* piszą: A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, oraz R. W. Mills, B. Weinstein, *op. cit.*

⁴⁰ Company as a living system rather than as a machine for making money. Por. M. C. Jensen, *op. cit.*

⁴¹ Por. I. Kołodkiewicz, *op. cit.*, s. 145–148. Por. także A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 205, oraz M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny i tendencje jego zmian w wybranych krajach*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 94.

⁴² *Ekscesy kapitalizmu menedżerskiego*, *op. cit.*

⁴³ Por. I. Kołodkiewicz, *op. cit.*, s. 145–148. Por. także A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 205, oraz M. Jerzemowska, *op. cit.*, s. 94.

⁴⁴ R. S. Kaplan, D. P. Norton, *The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts 1996.

- * perspektywa rozwoju – odzwierciedla interesy pracowników,
- * perspektywa procesów wewnętrznych – interesy dostawców,
- * perspektywa klienta – interesy odbiorców,
- * perspektywa finansowa – interesy właścicieli i wierzycieli.

W koncepcji Strategicznej Karty Wyników bardzo mocno podkreśla się konieczność równoważenia wyodrębnionych obszarów. Podkreśla się także zależności przyczynowo-skutkowe zachodzące pomiędzy perspektywami – grupami interesu. Wskazuje się, że jeżeli pracownicy będą właściwie umotywowani, to będą realizować dobrze powierzone im zadanie, co w efekcie pozwoli stworzyć wartość dla klientów, która przełoży się na zaspokojenie roszczeń finansowych wierzycieli i właścicieli oraz pozwoli tworzyć wartość przedsiębiorstwa. Zwraca się też uwagę, że jeżeli firma generuje wartość, to posiada zdolność do przyciągania klientów, co umożliwi firmie organizowanie w coraz lepszym stopniu działań oraz motywowanie pracowników.

PODSUMOWANIE

Istnienie dylematu: czy przedsiębiorstwo służy akcjonariuszom, czy interesariuszom spowodowało sformułowanie dwóch modeli działania przedsiębiorstw – finansowego i społecznego. Finansowy model charakterystyczny był na początku lat 90. XX wieku dla krajów USA i Wielkiej Brytanii, podczas gdy model społeczny dla krajów Europy Zachodniej i Japonii. Model finansowy charakteryzował się priorytetem maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy rozumianej jako maksymalizowanie wartości rynkowej akcji. Natomiast model społeczny przejawiał się w zaspokajaniu potrzeb podmiotów nawet nie związanych bezpośrednio z przedsiębiorstwem. Jako kwestie pomocne przy rozwiązaniu przedstawionego dylematu wymienić można:

- wartość przedsiębiorstwa powinna być oparta na długoterminowych przepływach pieniężnych,
- wartość przedsiębiorstwa powinna być rozumiana jako wymóg efektywnościowy podejmowanych przez przedsiębiorstwo działań,
- źródłem tworzenia wartości przedsiębiorstwa (generowania nadwyżek finansowych) są lojalni *stakeholders*: klienci, pracownicy, dostawcy, wierzyciele i właściciele,
- przedsiębiorstwo ukierunkowane na tworzenie wartości powinno działać tak, by *stakeholders* pozostali lojalni,
- przedsiębiorstwo tworzące wartość służy wszystkim związanym bezpośrednio z działaniem podmiotu *stakeholders*.

W ostatnich latach widoczna jest konwergencja modeli: finansowego i społecznego. W krajach stosujących model finansowy uwzględniane są w coraz większym stopniu interesy innych niż akcjonariusze podmiotów związanych z przedsiębiorstwem, a w krajach stosujących model społeczny w coraz większym

stopniu widoczne staje się ograniczanie wpływu interesów grup innych niż bezpośredni interesariusze.

Można zatem stwierdzić, że zarządzanie przedsiębiorstwem powinno służyć interesom przedsiębiorstwa a nie grupom interesów. W tak zarządzanym przedsiębiorstwie celem jest równowaga i trwałość egzystencji podmiotu. Zarządzający nie są wówczas zapatrzeni we wzrost zysków, czy zaspokojenie czyichś interesów, ale w umacnianie pozycji rynkowej, by dzięki temu generować wartość. Tylko wtedy maksymalizowana jest wartość dla klientów, będąca źródłem wartości przedsiębiorstwa. Orientacja na żywotność, zdrowie, długowieczność przedsiębiorstwa to właściwy kierunek działania przedsiębiorstw.⁴⁵ Priorytet dla interesów samego przedsiębiorstwa to możliwość zharmonizowania potrzeb doraźnych i długoterminowych, a także warunek sprawności działania zarządów.⁴⁶

Podkreślić też należy, że tworzenie wartości przedsiębiorstwa powoduje, że całe społeczeństwo staje się bogatsze.⁴⁷ Działanie przedsiębiorstw w kierunku tworzenia wartości prowadzi do tworzenia społecznych efektów. A społeczeństwo się bogaci, jeżeli pojedyncze firmy tworzą wartość pozwalającą im na długookresowe działanie.⁴⁸

SUMMARY

This paper examines the debate over whether corporations should act in the interests of the shareholders or in the interests of the stakeholders. Shareholder perspective is connected with maximization of market value of shares. Stakeholder perspective is connected with making decision so as to take account of the interests of all the stakeholders of a firm (in a firm and outside).

Companies should take account of their own interests. The goal should be duration and balance of living company. In such company, the essence is health and longevity. This direction makes easier creating value of a firm in long time and satisfying shareholders and stakeholders.

BIBLIOGRAFIA

- Black A., Wright P., Bachman J., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Ekscesy kapitalizmu menedżerskiego*, „Zarządzanie na Świecie” 2003, nr 2.
- Hauser M., *Gospodarka przedsiębiorstwa zorientowana na wartość*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000, nr 10.

⁴⁵ W cenie jest długie życie firm, gdyż to oznacza możliwość wykorzystania ich całego potencjału. Ważne jest długo żyjące przedsiębiorstwo. Mówi się nawet o długowieczności przedsiębiorstw. Por. A. de Geus, *The Living Company*, Harvard Business Review, March/April 1997, vol. 75, cz. 2.

⁴⁶ F. Malik, *op. cit.*

⁴⁷ Związek ten jest wykazany w pracy: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 7–20.

⁴⁸ Por. M. C. Jensen, *op. cit.*

- Jensen M. C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, „Business Ethics Quarterly”, January 2001, vol. 12, no 1.
- Jerzemska M., *Nadzór korporacyjny i tendencje jego zmian w wybranych krajach*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 94.
- J. Jeżak, *Zarządzanie przedsiębiorstwem zorientowane na wzrost wartości dla jego właścicieli*, PO 5/2001.
- Kaplan R. S., Norton D. P., *The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts 1996.
- Kołodkiewicz I., *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, POLTEXT, Warszawa 1999.
- Malik F., *Die Rueckkehr des Corporate Capitalism*, „New Management” 2001, nr 11 (przedruk w „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 8, *Czyim interesom służy przedsiębiorstwo*).
- Mills R. W., Weinstein B., *Zarządzanie wartością firmy – jak pogodzić interesy udziałowców i pozostałych interesariuszy*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2001, nr 5.
- Nowe priorytety dla szefa finansów*, „Zarządzanie na Świecie” 2003, nr 1.
- Ostra krytyka niemieckiego systemu współdecydowania*, „Zarządzanie na Świecie” 2003, nr 5.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 3–11.
- Wawrzyniak B., *Odnawianie przedsiębiorstwa na spotkanie XXI wieku*, POLTEXT, Warszawa 1999.