

Piotr Bolibok

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa z perspektywy mikro- i makroekonomicznej

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 41,
241-254

2007

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

PIOTR BOLIBOK

*Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa z perspektywy mikro-
i makroekonomicznej*

Value-based management from micro- and macroeconomic perspective

Abstract: We współczesnej literaturze ekonomicznej przeważa pogląd, iż podstawowym celem działalności przedsiębiorstwa powinno być maksymalizowanie korzyści osiąganych przez jego właścicieli. W przypadku spółek, których akcje dopuszczone zostały do publicznego obrotu, cel ten utożsamiany bywa coraz częściej z maksymalizacją ich wartości rynkowej. Wdrażanie efektywnych systemów zarządzania zorientowanych na tworzenie wartości dla akcjonariuszy ma kluczowe znaczenie nie tylko z punktu widzenia przetrwania i rozwoju konkretnych przedsiębiorstw, ale pośrednio przekłada się również na poziom dobrobytu ogółu społeczeństwa. W niniejszym artykule omówiono główne przyczyny wzrostu znaczenia koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy w spółkach giełdowych z perspektywy mikro- i makroekonomicznej.

WPROWADZENIE

Introduction

Działalność każdego przedsiębiorstwa prowadzona jest na styku wielu różnych grup interesu: dawców kapitału, pracowników, dostawców, klientów czy społeczeństwa jako całości. Każda z tych grup inaczej postrzega rolę firmy, a co za tym idzie, odmiennie definiuje cel jej istnienia. W teorii zarządzania finansami jako podstawowy cel funkcjonowania przedsiębiorstwa powszechnie wskazuje się maksymalizację korzyści osiąganych przez jego właścicieli. Podejście takie może wydawać się krzywdzące dla pozostałych stron bezpośrednio lub pośrednio związanych z działalnością firmy, jednak zarówno w literaturze przedmiotu, jak

i szeroko pojętej praktyce gospodarczej wskazać można liczne argumenty uzasadniające ten wybór. Nastawienie na maksymalizację korzyści dla właścicieli jest szczególnie istotne w przypadku spółek, których akcje dopuszczone zostały do publicznego obrotu. Wdrażanie w tych przedsiębiorstwach efektywnych modeli zarządzania zorientowanych na tworzenie wartości dla akcjonariuszy ma bowiem poważne konsekwencje zarówno w skali mikro-, jak i makroekonomicznej.

PERSPEKTYWA MIKROEKONOMICZNA Microeconomic perspective

Skuteczne zarządzanie przedsiębiorstwem wymaga jednoznacznego zdefiniowania podstawowego celu prowadzonej działalności. Precyzyjnie wytyczony cel umożliwi dokonywanie wyborów pomiędzy alternatywnymi rozwiązaniami, a także zapewni kontrolę adekwatności działań podejmowanych w kierunku jego realizacji. Spośród wielu koncepcji dotyczących nadrzędnego celu istnienia przedsiębiorstwa współcześnie na plan pierwszy wysuwa się pogląd, iż działalność firmy powinna być nakierowana na maksymalizację jej wartości dla właścicieli.¹ Zdaniem D. Wędzkiego jest to równoznaczne z maksymalizacją różnicy pomiędzy wartością rynkową i księgową kapitału przedsiębiorstwa. Tak zdefiniowany cel cechuje się, według tego autora, następującymi zaletami²:

1) integruje zasady rachunkowości (w zakresie szacowania przepływów pieniężnych) ze współczesną teorią finansów,

2) jest kompleksowy i prosty zarazem – pozwala bowiem na uwzględnienie głównych czynników kształtujących wartość rynkową przedsiębiorstwa, a jednocześnie może być wykorzystywany przy rozstrzyganiu pojawiających się problemów decyzyjnych,

3) stanowi platformę racjonalnego porozumienia pomiędzy różnymi grupami interesu zaangażowanymi w działalność przedsiębiorstwa – w sytuacji sprzeczności oczekiwań poszczególnych stron decydujące znaczenie powinien mieć interes właścicieli.

Znaczenie maksymalizacji wartości dla właścicieli jako istoty funkcjonowania przedsiębiorstwa zostało po raz pierwszy kompleksowo przedstawione w pracach A. Rappaporta. Jego zdaniem polityka tworzenia wartości dla właścicieli sprowadza się do „oceny wartości ekonomicznej inwestycji w oparciu o progno-

¹ R. A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, The McGraw-Hill /Irwin, New York 2001, s. 19.

² D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 31.

zowane przepływy gotówki zdyskontowane kosztem kapitału”.³ O opłacalności projektu inwestycyjnego przesądza zatem wartość bieżąca oczekiwanych w związku z nim przepływów pieniężnych netto. Domyślnie przyjmowane jest bowiem założenie, iż wartość rynkowa kapitału własnego przedsiębiorstwa odpowiada wartości bieżącej strumieni przepływów pieniężnych netto dla właścicieli. Na tym fundamencie, w połowie lat osiemdziesiątych XX w., narodziła się koncepcja systemowego zarządzania wartością przedsiębiorstwa (ang. *Value-Based Management – VBM*), której istotą jest podporządkowanie wszystkich strategicznych i operacyjnych decyzji podejmowanych na poziomie przedsiębiorstwa dążeniu do stałego zwiększania jego wartości dla właścicieli. Wszelkie działania kierownictwa muszą być w tym modelu analizowane z punktu widzenia oczekiwanej reakcji inwestorów. Najważniejszym zaś kryterium decyzyjnym jest ich wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Przy założeniu efektywności rynków kapitałowych wartość rynkowa wyemitowanych przez przedsiębiorstwo papierów wartościowych powinna w pełni odzwierciedlać wszystkie dostępne informacje, które w istotny sposób wpływają na ocenę jego aktualnej i przyszłej sytuacji ekonomicznej.⁴ Należy zatem oczekiwać, że każda znacząca decyzja, podjęta przez kierownictwo przedsiębiorstwa, zostanie odpowiednio uwzględniona przez rynek i znajdzie odbicie w kursie jego akcji. Według A. Szablewskiego wartość dla właścicieli jest więc „najlepszym znanym miernikiem oceny działalności przedsiębiorstwa”⁵, a jak twierdzi A. Rappaport, wartość dla akcjonariuszy stanie się w najbliższym czasie „globalnym standardem pomiaru wyników przedsiębiorstw”.⁶ Analiza reakcji inwestorów na podejmowane przez zarząd decyzje może, i powinna, być wykorzystana jako ważny element procesu weryfikacji ich celowości.

Ścisłe powiązanie celu istnienia przedsiębiorstwa z interesem jego właścicieli jest logiczną konsekwencją faktu, iż pierwotnym i niewątpliwie najważniejszym źródłem finansowania jego działalności jest kapitał własny. Bez odpowiedniego poziomu kapitałów wniesionych przez właścicieli prowadzenie i rozwijanie działalności gospodarczej nie jest w ogóle możliwe. Od ich decyzji uzależnione jest bowiem przetrwanie firmy i możliwość realizowania przez nią podstawowych procesów gospodarczych.

³ A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 37.

⁴ E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance”, vol. 25, (May) 1970, Issue 2, s. 383.

⁵ A. Szablewski, *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, pod red. A. Szablewskiego i R. Tuzimka, Poltext, Warszawa 2005, s. 31

⁶ A. Rappaport, *op. cit.*, s. 1.

Ulokowanie posiadanych zasobów kapitałowych w konkretnym przedsięwzięciu oznacza dla inwestorów czasowe zrzeczenie się innych możliwości ich wykorzystania, a tym samym prowadzi do pojawienia się kosztów alternatywnych. Ponadto funkcjonowanie przedsiębiorstwa w warunkach wolnej konkurencji nierozzerwalnie związane jest z ryzykiem, będącym pochodną niepewności co do kształtowania się przyszłych wpływów i wydatków. Decydując się zatem na zaangażowanie środków finansowych w działalności gospodarczej, dawcy kapitału oczekiwać będą stosownego wynagrodzenia z tytułu ponoszonego ryzyka i utraconych możliwości inwestycyjnych. Jak podkreśla A. Szablewski, jest to szczególnie istotne w sytuacji wzrastającej swobody transferu kapitałów pomiędzy poszczególnymi gałęziami gospodarki oraz w skali międzynarodowej. Przedsiębiorstwom niezapewniającym swoim właścicielom konkurencyjnego poziomu korzyści grozi utrata możliwości pozyskania kapitałów, a tym samym ograniczenie zdolności rozwojowych.⁷ Dążąc do jak najlepszego wykorzystania posiadanych zasobów kapitałowych, racjonalnie postępujący inwestorzy przesuną je bowiem do bardziej efektywnych zastosowań. Dlatego też podstawowym celem funkcjonowania każdego komercyjnego przedsiębiorstwa powinno być zapewnienie właścicielom korzyści ekonomicznych na satysfakcjonującym ich poziomie. Pozwala to firmie nie tylko na utrzymanie niezbędnych zasobów kapitału własnego, ale również na pozyskanie nowych źródeł finansowania w sytuacji zwiększania zakresu prowadzonej działalności w skali przekraczającej możliwości wewnętrzne.

Ustawiczny rozwój rynków kapitałowych sprawia, iż coraz więcej firm decyduje się na pozyskanie niezbędnych do sfinansowania rozwoju zewnętrznych źródeł finansowania przez publiczną emisję akcji. Dopuszczenie akcji do publicznego obrotu, zwłaszcza w systemie notowań ciągłych, nakłada na zarządzających przedsiębiorstwem konieczność uwzględnienia reakcji inwestorów przy podejmowaniu kluczowych z punktu widzenia strategii przedsiębiorstwa decyzji.

Konsekwencje niedostatecznej dbałości o wartość dla akcjonariuszy ukazują T. Copeland, T. Koller i J. Murrin.⁸ W latach osiemdziesiątych XX w. narodził się bowiem w Stanach Zjednoczonych aktywny rynek kontroli korporacyjnej. Nieefektywne przedsiębiorstwa, które nie były w stanie wystarczająco sprawnie reagować na zmiany zachodzące w ich branżach, doprowadzając tym samym do spadku rynkowej wartości akcji, stawały się coraz częściej obiektem przejęć, nierzadko o wrogim charakterze. Dużą popularność zdobyły wówczas tzw. wykupy lewarowane (ang. *leveraged buyouts* – *LBO*), w których transakcje finansowane były przez przejmujących dłużnymi papierami wartościowymi.⁹ Przejęcie

⁷ A. Szablewski, *op. cit.*, s. 31.

⁸ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons Inc., New York 2000, s. 3.

⁹ Zdaniem autorów mechanizm LBO skutecznie wpływał również na wzrost wartości przed-

kontroli nad spółką przez bezpośredniego konkurenta rynkowego często prowadzi do jej likwidacji, a w najlepszym przypadku jedynie do zmiany składu organów zarządzających. Podobne wnioski formułuje również E. Brigham, wskazując zagrożenie wrogim przejęciem oraz możliwość odwołania z pełnionej funkcji jako czynniki motywujące zarządy spółek do podejmowania działań zmierzających do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.¹⁰

Zdaniem T. Dudycza dzięki wykorzystaniu koncepcji VBM w praktyce możliwe jest systematyczne zwiększanie korzyści nie tylko właścicieli, ale również pracowników przedsiębiorstwa.¹¹ Jednym z fundamentów VBM jest bowiem większe upodmiotowienie pracowników przez poszerzenie zakresu ich samodzielności i wykorzystanie naturalnej kreatywności. Wzrost samodzielności pracowników i wprowadzenie partycypacyjnego modelu zarządzania ułatwia kierownictwu skupienie się na decyzjach o charakterze strategicznym. Wszystko to zaś powinno przyczyniać się do odpowiednio wynagradzanego wzrostu efektywności pracy na poszczególnych szczeblach struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa. Ideałem tego modelu jest wdrożenie systemów motywacyjnych, w których wynagrodzenie pracowników powiązane jest ściśle z wykreowaną dla właścicieli wartością.

Potwierdzeniem rosnącego znaczenia zarządzania zorientowanego na tworzenie wartości dla akcjonariuszy jest systematyczna zmiana struktury wynagrodzeń najwyższego kierownictwa spółek giełdowych. W odpowiedzi na uwidaczniający się od połowy lat siedemdziesiątych XX w. rozdźwięk pomiędzy interesami właścicieli i menedżerów, w przedsiębiorstwach rozpoczęto na szerszą skalę wdrażanie systemów motywacyjnych dla najwyższego kierownictwa, w których coraz większa część wynagrodzenia została powiązana z wartością rynkową akcji.¹² W miejsce tradycyjnych premii przyznawanych w zależności od wysokości wyniku netto przedsiębiorstwa, coraz większego znaczenia zaczęły nabierać opcje na akcje. Udział opcji na akcje w medianie wynagrodzeń prezesów zarządu

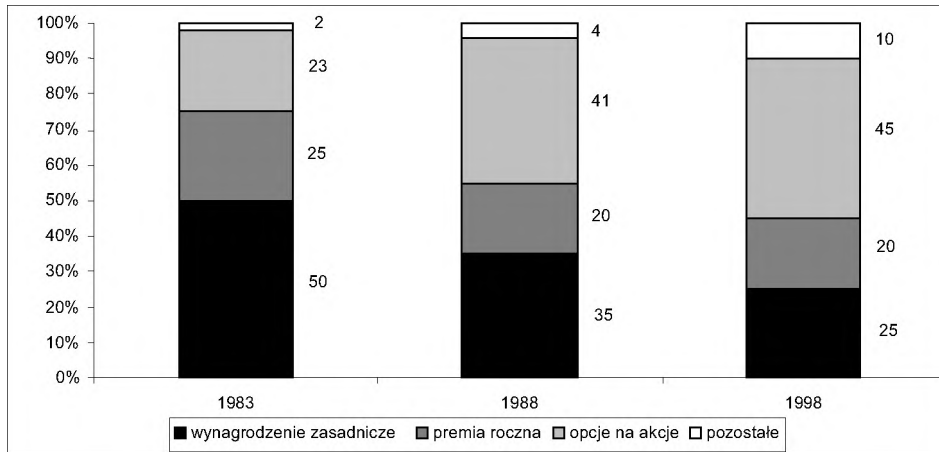
siejszych dla akcjonariuszy. Funkcjonujące w dojrzałych gałęziach gospodarki, jak przemysł paliwowy czy oponiarski, podmioty, zamiast reinwestować wypracowane nadwyżki środków pieniężnych w mało rozwojowe przedsięwzięcia, zmuszone zostały do przekazania ich z powrotem na rynek kapitałowy – w formie spłat zadłużenia. Podobny wniosek formułuje również A. Ehrbar – por. A. Ehrbar, *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 110.

¹⁰ E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 1996, s. 30.

¹¹ T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 35.

¹² Na konsekwencje tych rozbieżności zwracał uwagę już w XVII w. A. Smith, natomiast szczegółową analizę tzw. problemu agencji przeprowadzili w połowie lat 70. XX w. M. Jensen i W. Meckling – por. A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, ElecBook Classics 1998, s. 990 oraz M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory Of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, (October) 1976, nr 4, s. 305–360.

największych amerykańskich spółek wzrósł z 23% w 1983 roku do 45% w 1998 roku (rys. 1).



Rys. 1. Struktura mediany pakietów wynagrodzeń prezesów zarządu największych amerykańskich spółek giełdowych

Elements of median CEO pay package in biggest listed companies in USA

Źródło: Opracowanie własne na podstawie T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 7.

Zdaniem T. Copelanda, T. Kollera i J. Murrina szersze wykorzystanie systemów motywacyjnych, opartych na opcjach na akcje, przyczyniło się do wzrostu znaczenia korzyści osiągniętych przez właścicieli w ocenie dokonań menedżerów najwyższego szczebla. Rosnący udział tych instrumentów w wynagrodzeniach kierownictwa widoczny jest nie tylko w USA, ale również w Europie, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii i Francji. Można zatem oczekiwać upowszechnienia się podobnie skonstruowanych portfeli wynagrodzeń również w Polsce.

PERSPEKTYWA MAKROEKONOMICZNA Macroeconomic perspective

Dążenie do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa ma również istotne znaczenie z punktu widzenia gospodarki jako całości. Najdobitniej kwestię powyższą ujmuje M. Jensen: „[...] dwustuletni dorobek ekonomii i finansów wskazuje, iż dobrobyt społeczny jest maksymalizowany, gdy wszystkie przedsiębiorstwa w gospodarce dążą do maksymalizacji swej całkowitej wartości”¹³ Do

¹³ M. C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, “Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 14, Fall 2001, nr 3, s. 11.

podobnych wniosków dochodzą również T. Copeland, T. Koller i J. Murrin, dowodząc, iż gospodarki, w których dominuje ukierunkowanie na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy, są bardziej efektywne.¹⁴ Posługując się przykładem gospodarki USA, autorzy ci wskazują na poziom PKB *per capita*, produktywność czynników produkcji (zwłaszcza kapitału).

Firma tworzy wartość, gdy jej produkty lub usługi są cenione przez konsumentów wyżej niż czynniki produkcji zużyte do ich wytworzenia.¹⁵ Jest ona wówczas w stanie wygenerować dodatnie strumienie przepływów pieniężnych netto. Wartość przedsiębiorstwa kształtowana na efektywnym rynku kapitałowym przez transakcje kupna-sprzedaży powinna zaś odpowiadać wartości bieżącej strumienia oczekiwanych z prowadzonej przezeń działalności przepływów pieniężnych netto lub, jak określa to H. Zadora, zdyskontowanemu strumieniowi wartości dodanej wytworzonej przez przedsiębiorstwo.¹⁶ Dążąc do maksymalizacji swojej wartości rynkowej firma musi zatem maksymalizować w długim okresie nadwyżkę wpływów nad wydatkami pieniężnymi. Z wytworzonej przezeń wartości dodanej korzystają następnie nabywcy jej produktów lub usług. Jeżeli ogół firm w danej gospodarce postępuje według tego samego schematu, ich działania zorientowane na maksymalizację wartości rynkowej przekładać się będą na wzrost poziomu ogólnego dobrobytu społecznego. Ponadto, jak zaznacza A. Szablewski, właściciele korzystają z wytworzonej przez przedsiębiorstwo wartości w ostatniej kolejności, po zaspokojeniu zobowiązań wobec pozostałych grup interesariuszy zaangażowanych w działalność firmy – pracowników, dostawców, klientów, pożyczkodawców czy budżetu państwa.¹⁷ Maksymalizacja wartości dla właścicieli powinna zatem służyć zaspokajaniu potrzeb pozostałych grup interesariuszy przedsiębiorstwa. Jak jednak zauważa L. Booth, przekonanie o nadrzędności maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy jako celu przedsiębiorstwa wymaga założenia, iż wszystkie rynki, na których prowadzi ono swoją działalność, są doskonale konkurencyjne. W takich warunkach maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy nie powoduje zmniejszenia korzyści osiąganych przez pozostałych interesariuszy firmy.¹⁸ Ukierunkowanie prowadzonej działalności na wzrost rynkowej wartości przedsiębiorstwa prowadzi także, zdaniem E. Brigham, do całego szeregu korzyści dla społeczeństwa, jak na przykład wzrost jakości i nowoczesność-

¹⁴ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 11–14.

¹⁵ Wartość czynników produkcji zużytych w procesie wytwarzania dóbr lub usług określają za pośrednictwem cen ich dostawy.

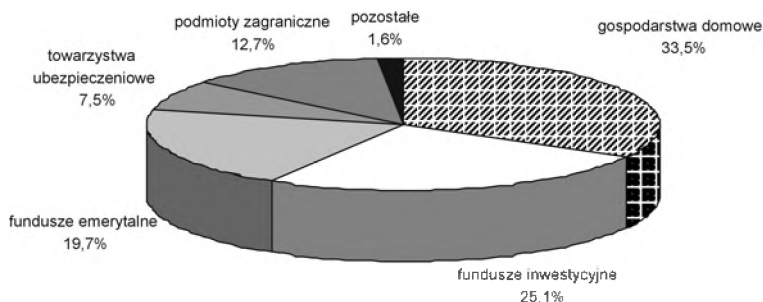
¹⁶ H. Zadora, *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Zarząd Główny w Warszawie, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2005, s. 12.

¹⁷ A. Szablewski, *op. cit.*, s. 31.

¹⁸ L. Booth, *What Drives Shareholder Value?*, Federated Press „Creating Shareholder Value” Conference, 28.10.1998, s. 2–3.

ci produktów, spadek ich cen dzięki obniżce kosztów, zwiększenie wydajności obsługi czy optymalizacja rozmieszczenia punktów sprzedaży lub obsługi.¹⁹

W innym ujęciu makroekonomiczne znaczenie efektywnego zarządzania wartością przedsiębiorstw przedstawiają T. Copeland, T. Koller i J. Murrin. Wysokie stopy zwrotu osiągnięte przez amerykańskie i europejskie rynki akcji przyciągają od wczesnych lat osiemdziesiątych XX w. coraz większą część oszczędności gospodarstw domowych. W krajach rozwiniętych większość społeczeństwa posiada obecnie bezpośrednio lub pośrednio udział w rynku kapitałowym. Przeciętnie ponad 60% wartości akcji znajduje się w posiadaniu instytucji gromadzących oszczędności ludności, takich jak fundusze emerytalne, inwestycyjne czy towarzystwa ubezpieczeniowe.²⁰ Inwestując pozyskane od gospodarstw domowych środki w różnego rodzaju instrumenty finansowe, instytucje te oczekują uzyskania z nich korzyści wystarczających do wypłaty ubezpieczonym należnych im w przyszłości świadczeń. W roku 2005 bezpośrednio w rękach gospodarstw domowych znajdowało się 33,5% akcji amerykańskich spółek giełdowych, a łączny udział funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych sięgnął 52,3% (rys. 2).



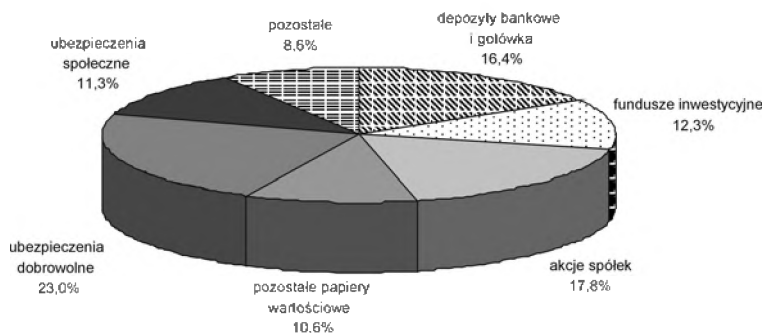
Rys. 2. Struktura właścicieli amerykańskich spółek giełdowych w 2005 roku
Ownership structure of american listed companies in year 2005

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *The Financial Services Fact Book 2006*, Insurance Information Institute and The Financial Services Roundtable, <http://www.financialservicesfacts.org/financial/>.

Bezpośredni udział akcji spółek w portfelach aktywów finansowych osób fizycznych w Stanach Zjednoczonych sięgnął w 2005 roku 17,80%. Na jednostki w funduszach inwestycyjnych papierów wartościowych przypadało 12,30%, a na dobrowolne ubezpieczenia 23,00% (rys. 3).

¹⁹ E. F. Brigham, *op. cit.*, s. 32.

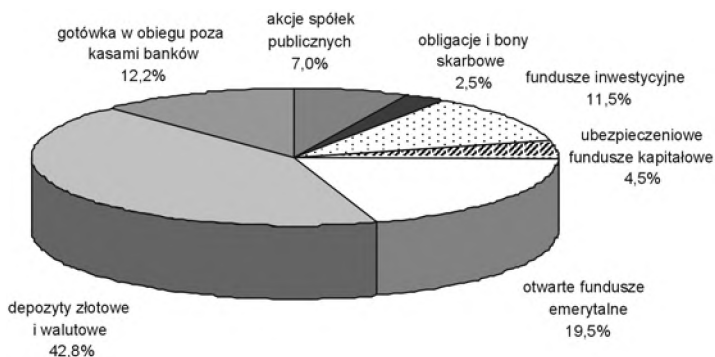
²⁰ A. Szablewski, *op. cit.*, s. 32.



Rys. 3. Struktura aktywów gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych w 2005 roku
Structure of household assets in USA in year 2005

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *The Financial Services Fact Book 2006*, Insurance Information Institute and The Financial Services Roundtable, <http://www.financialservicesfacts.org/financial/>.

Z pewnym opóźnieniem powyższe tendencje stają się widoczne również w Polsce. W porównaniu z państwami zachodnimi, struktura oszczędności polskich gospodarstw domowych jest zdecydowanie bardziej konserwatywna, jednakże udział środków finansowych lokowanych bezpośrednio lub pośrednio na rynku kapitałowym staje się systematycznie coraz bardziej istotny (rys. 4).



Rys. 4. Struktura oszczędności polskich gospodarstw domowych we wrześniu 2006 roku
Structure of Polish households' savings in IX 2006

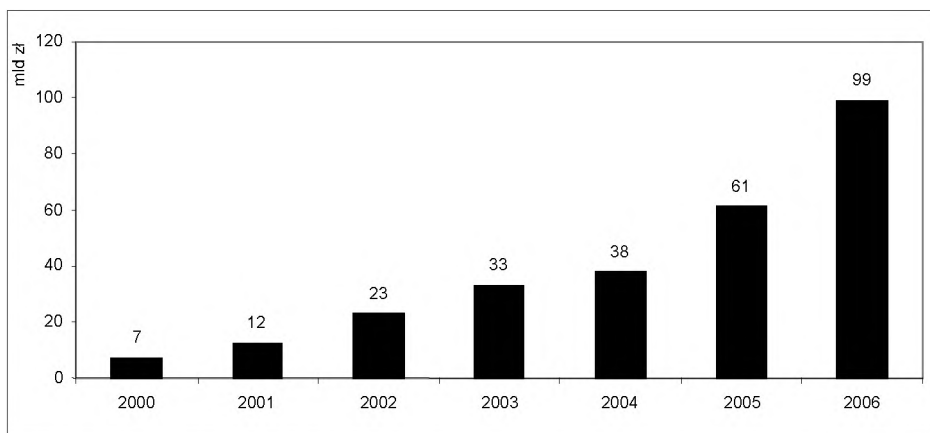
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony <http://www.analizy.pl/>.

Według szacunków Analizy Online Spółka z o.o.²¹, łączna wartość oszczędności polskich gospodarstw domowych wyniosła we wrześniu 2006 roku 542,1 mld zł.

²¹ Analizy Online Spółka z o.o. jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitorowaniem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków: funduszy emerytalnych, inwestycyjnych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych.

Zdecydowaną większość z nich – 42,8% stanowiły wprawdzie depozyty bankowe, ale znaczący był też udział środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (19,5%) i funduszach inwestycyjnych (11,5%). Bezpośrednio w akcjach spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych ulokowane było we wrześniu 2006 roku 7,0% oszczędności polskich gospodarstw domowych.

Łączna kwota oszczędności zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych zwiększyła w ciągu sześciu ostatnich lat ponad czternastokrotnie – z 7 mld zł w 2000 roku do 99 mld zł w 2006 roku. Oznacza to średnioroczne tempo wzrostu na poziomie 55,5%. Rekordowy pod względem przyrostu wartości środków zgromadzonych przez fundusze inwestycyjne był rok 2006, kiedy powiększyły się one o przeszło 37 mld zł.



Rys. 5. Wartość oszczędności zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w Polsce w latach 2000–2006

Value of savings in investment funds in Poland in period 2000–2006

Źródło: E. M u c i Ń s k i, *Polacy pokochali zyski*, „Rzeczpospolita” z 5.01.2007 r., nr 4.

W ocenie T. Copelanda, T. Kollera i J. Murrina wiele systemów ubezpieczenia społecznego, zwłaszcza w Europie kontynentalnej, zmierza ku niewypłacalności. W krajach takich jak Szwecja czy Niemcy ponad 90% dochodów emerytów pochodzi z państwowych, repartycyjnych systemów ubezpieczenia społecznego. Składki opłacane przez dzisiejszych pracowników służą wypłacie świadczeń dla dzisiejszych emerytów. System ten działał sprawnie, gdy liczba emerytów była relatywnie niewielka w porównaniu z liczbą zatrudnionych. Postępujące procesy demograficzne, związane ze starzeniem się społeczeństwa, doprowadziły jednak do zachwiania tych proporcji. W roku 1990 na jednego emeryta przypadało w Niemczech dwóch pracowników. Przewiduje się, że do 2035 roku liczba emerytów zrówna się z liczbą pracujących. W konsekwencji wysokość

opłacanych przez pracowników składek na ubezpieczenia społeczne musiałyby wzrosnąć do 34,1 % wynagrodzenia brutto (przykładowo, w 1996 roku wynosiły one 19,7%).²² Tak wysokie obciążenia byłyby z pewnością nie do zaakceptowania przez pracowników, dlatego konieczna stała się zmiana systemu ubezpieczeń na repartycyjno-kapitałowy, w którym część składek opłacanych przez pracowników przekazywana jest do funduszy emerytalnych gromadzących środki na wypłatę należnych im w przyszłości świadczeń.

Najnowsze prognozy dotyczące płynności polskiego Funduszu Ubezpieczeń Społecznych wydają się potwierdzać realność przypuszczeń Copelanda, Kollera i Murrina. Według informacji opublikowanych przez „Gazetę Prawną” roczny deficyt FUS w latach 2008–2012 wahać się może w granicach od 18,8 do 36,7 mld zł.²³ Oznacza to konieczność dofinansowania świadczeń wypłacanych przez ZUS z budżetu państwa.

Otwarte fundusze emerytalne, utworzone w Polsce wskutek przeprowadzonej w 1999 roku reformy systemu ubezpieczenia społecznego, należą obecnie do największych uczestników rynku papierów wartościowych. Konkurując pomiędzy sobą o pozyskanie klientów, starają się one generować jak najwyższe stopy zwrotu z powierzonych im środków finansowych. Kluczem do ich osiągnięcia są najczęściej inwestycje w akcje spółek giełdowych. Jako jedni z najpoważniejszych graczy, fundusze te wywierają dużą presję na wzrost wartości dla akcjonariuszy, a konstruując swoje portfele inwestycyjne, wybierają podmioty, które rokują nadzieje na systematyczny, długookresowy wzrost wartości akcji. Pozwala to bowiem na ograniczenie kosztów transakcyjnych ponoszonych przy zmianie składu portfela.

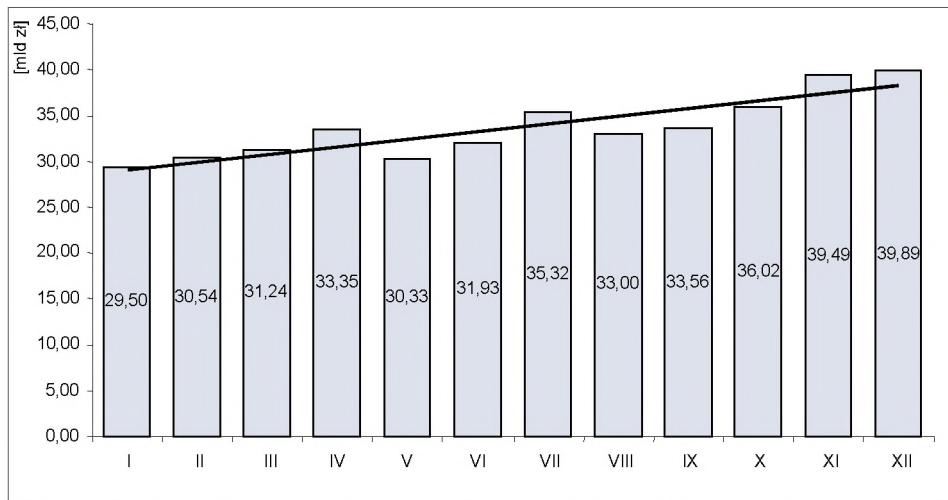
Zdaniem K. Ostrowskiej rekordowe zyski wypracowane w 2006 roku przez otwarte fundusze emerytalne wynikały w głównej mierze z części akcyjnej portfeli inwestycyjnych.²⁴ Potwierdzają to dane publikowane przez Komisję Nadzoru Finansowego (rys. 6).

Wartość akcji spółek notowanych na rynku regulowanym, znajdujących się w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych, podlegała w poszczególnych miesiącach 2006 roku wyraźnym wahaniom. Przedstawiony na rys. 6 wykres funkcji trendu potwierdza jednak jednoznacznie jej wzrostową tendencję. Wartość akcji spółek giełdowych w portfelach OFE osiągnęła w grudniu 2006 roku poziom 39,89 mld zł, o 35,23 % wyższy niż na początku tego roku.

²² T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 10.

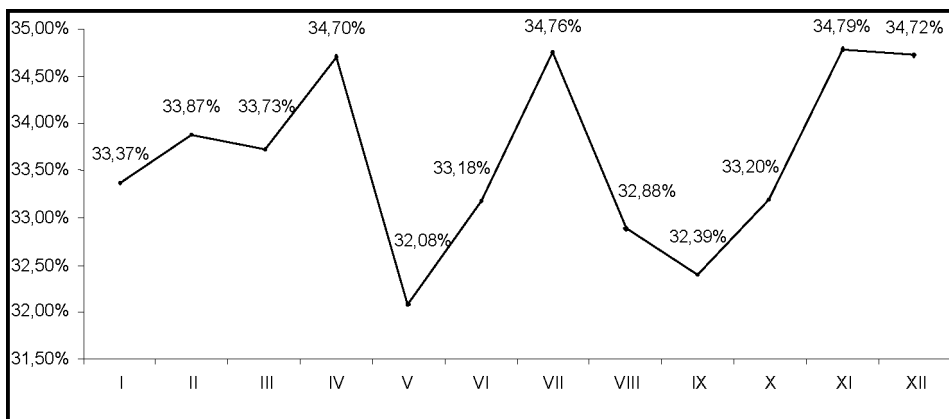
²³ B. Marczyk, *Najmłodszy emeryci na świecie*, „Gazeta Prawna” 12.01.2007.

²⁴ K. Ostrowska, *OFE chętnie kupowały akcje*, „Rzeczpospolita” 5.01.2007.



Ryc. 6. Wartości akcji notowanych na rynku regulowanym w portfelach inwestycyjnych OFE w 2006 roku
Value of publicly traded stocks in pension-funds' investment portfolios in Poland in year 2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl/>.



Ryc. 7. Udział akcji spółek giełdowych w portfelu inwestycyjnym OFE w 2006 roku
Share of public companies' stocks in pension funds' investment portfolio in year 2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl/>.

Na rys. 7 zaprezentowano udział wartości akcji spółek giełdowych w ogólnej wartości portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych w po-

szczególnych miesiącach 2006 roku. Udział ten wahał się w przedziale od 32,08% do 34,79%, a jego przeciętny poziom wynosił 33,64%. Dane te ukazują, jak istotne znaczenie dla wysokości przyszłych emerytur ma wartość rynkowa akcji znajdujących się w portfelu OFE.

WNIOSKI Conclusions

Z przeprowadzonych analiz wynika jednoznacznie, iż w przypadku spółek giełdowych zarządzanie zorientowane na wzrost wartości dla akcjonariuszy ma kluczowe znaczenie zarówno z punktu widzenia mikro-, jak i makroekonomicznego. Przetrawianie i dalszy rozwój przedsiębiorstwa jest bezpośrednio uzależnione od zapewnienia właścicielom satysfakcjonującego zwrotu na zainwestowanym przez nich kapitale. Z wytworzonej przez przedsiębiorstwo wartości korzystają wszyscy związani z nim interesariusze – pracownicy, dostawcy, klienci, wierzyciele, a dopiero w ostatniej kolejności właściciele. Maksymalizacja wartości dla właścicieli powinna zatem prowadzić do zwiększania korzyści osiągniętych przez pozostałe strony zaangażowane w działalność firmy, a w efekcie przyczyniać się do wzrostu dobrobytu społeczeństwa.

Bogacące się społeczeństwo coraz chętniej lokuje posiadane oszczędności, bezpośrednio lub za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji, na rynku kapitałowym. Pomimo nieodłącznego ryzyka, jakie jest z tym związane, liczba osób inwestujących w akcje spółek giełdowych systematycznie wzrasta. Konkurencja pomiędzy instytucjami zbiorowego oszczędzania sprawia, iż dążąc do pozyskania klientów, starają się one zapewnić im jak najwyższą stopę zwrotu z powierzonych środków finansowych. Kluczem do osiągnięcia tego celu jest umiejętne zarządzanie portfelem inwestycyjnym, w którym akcje stanowią jedną z najważniejszych składowych. Ukierunkowane na wzrost wartości dla właścicieli zarządzanie przedsiębiorstwami może się zatem pośrednio przekładać na poziom dobrobytu i bogactwa większości społeczeństwa.

SUMMARY

Maximization of the owners' benefits is currently considered to be the principal objective of every enterprise. In the case of publicly-traded companies this objective is very often identified with maximizing their market value. This paper discusses the main causes of growing importance of shareholder value management in listed companies from micro- and macroeconomic perspective.

The effective implementation of value-based management systems is crucial not only for survival and development of particular companies, but also, indirectly, influences the welfare and financial stability of the whole society. Shareholders profit from the value created by the company

as the last group of interest, after the employees, suppliers, creditors and clients. Therefore, concentration on the value for shareholders should also benefit other stakeholders of the company.

The constant development of capital markets attracts systematically growing amount of household savings. A significant part of these resources is invested in listed companies' stocks, either directly or through specialized institutions, such as insurance companies, investment or pension funds. In this way, as most of the society becomes directly or indirectly shareholders, the maximization of the shareholder value leads to increase of the social wealth.