

EKONOMIA I FINANSE

Wiesław Szczęsny

DYLEMATY CELU ZARZĄDZANIA

[**słowa kluczowe:** cele zarządzania, wartość rynkowa, akcje, koszt kapitału, kapitał obrotowy]

Streszczenie

Artykuł ma charakter dyskusyjny. Autor polemizuje z poglądami teoretycznymi na temat celu zarządzania w przedsiębiorstwach komercyjnych. W poszczególnych częściach artykułu zaprezentowano różne punkty widzenia na wartość rynkową, jako podstawową kategorię ekonomiczną w teorii finansów przedsiębiorstwa. Główną tezę artykułu jest to, że wartość przedsiębiorstwa w coraz mniejszym stopniu zależy od czynników fundamentalnych. Podstawą formułowanych wniosków są wyniki badań, w tym badań własnych autora.

* * *

1. Od kupca do korporacji

Już w XVIII wieku Adam Smith pisał o warunkach, jakie muszą być spełnione, aby kapitał przynosił dochód lub zysk swemu posiadaczowi. Zwrócił uwagę na dwa sposoby zastosowania kapitału. Po pierwsze, może być on wykorzystany do wytwarzania, przetwarzania lub na zakup dóbr a następnie ich odsprzedanie z zyskiem. Kapitał nie przyniesie właścicielowi zysku, dopóki pozostaje w jego posiadaniu lub dopóki zachowuje tę samą postać. Towary, które posiada kupiec nie przyniosą zysku dopóki nie sprzeda ich za pieniądze. Także z pieniędzy nie będzie miał korzyści, dopóki powtórnie nie wymieni ich na towary. Kapitał kupca zmienia swoją postać z pieniężnej na rzeczową i z rzeczowej na pieniężną. Tylko przez taki obrót, inaczej mówiąc przez kolejne akty wymiany kapitał może przynieść zysk [Smith, 2007]. Aby to osiągnąć, kupiec nie potrzebował specjalnej infrastruktury i narzędzi produkcji. Jego kapitałem były głównie towary, którymi obracał.

Drugi sposób zastosowania kapitału polega na zakupie czynników produkcji, na przykład ziemi, maszyn lub urządzeń. W odróżnieniu do towarów czynniki te nie zużywają się w jednym procesie produkcji i pozostają w użytkowaniu przez dłuższy czas. Zastosowany w ten sposób kapitał pozwala osiągać zysk przez sam fakt ich posiadania i użytkowania. W warunkach gospodarki opisanej przez A. Smitha to głównie od inicjatywy kupca i podejmowanych przez niego decyzji zależało to, czy kapitał przyniesie zysk. Przedsiębiorca nie potrzebował hierarchicznej struktury zarządzania, gdyż pełnił jednocześnie funkcje właścicielskie i zarządcze.

Począwszy od XIX sytuacja zaczęła się radykalnie zmieniać. Postęp techniczny i związany z nim rozwój wielkich organizacji gospodarczych zmienił warunki gospodarowania. Pojawiły się inne formy powiększania kapitału, co musiało wpłynąć na rewizję celu zarządzania i funkcji przedsiębiorcy. Jednym z pierwszych autorów, który opisał te zjawiska był Thorstein Veblen. Według niego funkcja przedsiębiorcy sprowadza się do tego, aby okresowo przerywać regularny tok produkcji i z powstałego zamętu ciągnąć zyski. W tym celu przedsiębiorca tworzy nadbudowę nad realnym aparatem produkcyjnym składającą się z różnych instrumentów finansowych. Ich wartość „huśta się w górę i w dół” i dzięki temu wyłaniają się możliwości powiększenia zysków u jednych, a znikają u drugich. Teza ta, choć kontrowersyjna, była efektem obserwacji kształtowania się wielkich fortun w Stanach Zjednoczonych. Wielcy potentaci życia gospodarczego byli bardziej zainteresowani spekulacyjną grą finansową niż monotonną produkcją dóbr użytkowych. Zatrudniali rzesze pracowników tzw. nadbudowy „nie dlatego, że ich praca jest wydajna z korzyścią dla społeczności, ale dlatego, że przynosi korzyści dla pracodawców”

Przykładem może być założenie w 1901 r. wielkiego trustu stalowego *United States Steel Corporation* jako organizacji skupiającej kilka jednostek produkcyjnych, łącznie z wielkimi piecami hutniczymi, liniami kolejowymi i kopalniami pod wspólnym kierownictwem koordynującym działalność całej organizacji. Realna wartość korporacji szacowana była wówczas na ok. 303 mln dolarów. Jednakże po wyemitowaniu akcji i ich sprzedaży wielkość kapitału netto, jaki wpłynął do kasy przedsiębiorstwa był dwukrotnie większy. Nie wpłynęło to na zwiększenie produkcji stali, bądź lepsze zaspokojenie popytu odbiorców. Służyło natomiast powiększaniu kapitału i budowaniu przez właścicieli trustu potęgi finansowej [Veblen, 1904].

Prawie pół wieku później rozwinął tę myśl John M. Keynes. W swoim głównym dziele zwrócił uwagę na fakt, że pewne kategorie inwestycji zależą od przeciętnych przewidywań osób grających na giełdzie. A te zależą bardziej od „spon-

tanicznego optymizmu niż nadziei matematycznej”. W konsekwencji akumulacja kapitału staje się ubocznym produktem gry hazardowej. Gra ta polega na tym, że w przypadku ożywienia na giełdach papierów wartościowych większość walorów kupują spekulanci z zamiarem przeprowadzenia jeszcze tego samego dnia transakcji odwrotnych. Codzienna giełdowa wycena inwestycji umożliwia jednostce (ale nie społeczeństwu jako całości) bieżące rewidowanie swoich poczynań. J. M. Keynes użył przy tym takiego oto porównania. Jest to tak, jakby rolnik, spojrzawszy po śniadaniu na barometr, mógł zdecydować się na wycofanie swego kapitału z gospodarstwa między 10 a 11 rano, a po paru dniach mógłby się znowu zastanawiać, czy nie powinien ulokować go tam z powrotem. Do wydania na pozór wygórowanej sumy za walor zachęcało to, że może on być sprzedany za sumę jeszcze wyższą. Giełda, której zamierzeniem było ułatwienie transakcji kupna i sprzedaży notowanymi tam walorami zaczęła sztucznie wyznaczać poziom stopy zwrotu z inwestycji rynkowych [Keynes, 2003].

Realna wymiana rynkowa przestała być warunkiem koniecznym powiększenia kapitału. Zysk, który był naturalnym celem kupca, w przypadku współczesnych wielkich organizacji gospodarczych staje się tylko jednym z elementów zarządzania. Nawet gdyby przyjąć, że celem jest maksymalizacja zysku, to i tak pojawiają się wątpliwości, czy chodzi o zysk roku obrotowego, czy też zyski przyszłe i w jakim okresie. Zysk bieżący można osiągnąć stosunkowo prostymi metodami. Na przykład rezygnując z takiej działalności jak badania naukowe, szkolenia i podwyższanie kwalifikacji załogi. Można także zaniechać bieżących przeglądów maszyn i urządzeń. W krótkim okresie działania takie przyniosą efekt w postaci wyższej rentowności, ale nie zapewnią udziałowcom korzyści w opcji długoterminowej. Korporacja musi ponosić pewne koszty a także podejmować decyzje dotyczące alokacji kapitału, gdyż jest to niezbędne dla zapewnienia rozwoju. Z tym jednak wiąże się ryzyko. Te dwa cele, bieżący i długoterminowy są w pewnym sensie przeciwstawne, gdyż wymagają podejmowania innych decyzji [Ross, 1999]. W przypadku zysku są to decyzje nakierowane na nadwyżkę finansową przez ograniczanie kosztów i/lub wzrost sprzedaży. W drugim przypadku są to decyzje prorozwojowe związane dużymi nakładami, których zwrot obarczony jest dużym ryzykiem rynkowym.

Z tych właśnie powodów uznano, że długoterminowym celem korporacji powinna być wartość rynkowa akcji a nie zysk. Decyzje zarządcze powinny być nakierowane na maksymalizację tzw. wartości pozaksięgowej, będącej różnicą między wyceną rynkową akcji a wartością księgową aktywów. Przyjmuje się założenie, że różnica ta wynika z rynkowego a nie księgowego ujęcia wartości. Mogą to być aktywa, których zgodnie ze standardami rachunkowości nie

ujmuje się w księgach rachunkowych albo też wykazane w księgach aktywa mają wyższą wartość od zaewidencjonowanej. Tę zdolność przedsiębiorstwa do tworzenia dodatkowej wartości ponad to, co pokazują księgi rachunkowe (*book value*) określa się najczęściej pojęciem *goodwill* (ang.) lub *geschäftswert* (niem.).

2. Krytyka wyceny rynkowej akcji

Zdefiniowany wyżej cel przedsiębiorstwa wymaga przyjęcia założenia o fundamentalnych podstawach wartości akcji. Wymienia się następujące czynniki określające cenę rynkową akcji [Brigham, 1966]:

Ograniczenia zewnętrzne dla działalności gospodarczej:

- ustawodawstwo monopolowe,
- przepisy związane ze środowiskiem naturalnym,
- przepisy związane z bezpieczeństwem produktów i miejsc pracy,
- polityka banku centralnego.

Strategiczne decyzje zarządu spółki:

- rodzaje produktów lub świadczonych usług,
- stosowane metody produkcji,
- udział finansowania kapitałami obcymi,
- polityka dywidend.

Aktywność ekonomiczna spółki:

- zyskowność działalności,
- rozkład w czasie przepływów gotówki,
- stopień podejmowanego ryzyka.

Warunki na rynku akcji:

- stan koniunktury na wewnętrznym rynku giełdowym,
- stan koniunktury w skali globalnej,
- oczekiwania inflacyjne.

Jak podkreślają inni autorzy założenie takie jest zasadne w sytuacji, gdy cena rynkowa akcji odzwierciedla ułamkową wartość przedsiębiorstwa w warunkach rynku efektywnego. To znaczy takiego, gdy spełnione są następujące postulaty [Davis, Pointon, 1997]:

- ◆ istnieje pełna substytucyjność aktywów, które są przedmiotem inwestycji,
- ◆ istnieje swobodny dostęp do wiarygodnej informacji finansowej o wartości oferowanej inwestycji,
- ◆ rynek jest dostatecznie rozproszony, co uniemożliwia kształtowanie ceny aktywów przez pojedynczego inwestora lub jedną grupę kapitałową.

Dylematy celu zarządzania

Wszystkie te postulaty są ważne, ale szczególne znaczenie przypisuje się informacji finansowej. Wg A. Duliniec rynkiem efektywnym jest taki rynek, na którym aktywa są rzetelnie wycenione na podstawie dostępnych informacji a inwestorzy działają racjonalnie [Duliniec, 2007]. Procesy globalizacyjne i gwałtowny rozwój rynku finansowego spowodowały, że współczesny rynek daleki jest od spełnienia tych postulatów. Zarówno chodzi tu o dostęp do wiarygodnej informacji finansowej jak i to, że rynek zawłaszczony został przez wielkie grupy kapitałowe.

Akcje i inne instrumenty finansowe stały się przedmiotem gry giełdowej, w której fundamentalne czynniki wartości inwestycji stały się drugorzędne [Stiglitz, 2006]. Dość odważne stanowisko zaprezentował R. Haugen. Według niego twierdzenie, że ceny akcji odzwierciedlają jakimś sposobem wszystko, co na ich temat wiadomo i co ich dotyczy jest czystą fantazją. W rzeczywistości to nie indywidualni inwestorzy, ale armia profesjonalistów reprezentujących różne instytucje finansowe, bardzo skutecznie reguluje ruch cen na giełdzie [Haugen, 1999]. Jak pokazał ostatni kryzys finansowy zarządzający korzystają na tych transakcjach także wtedy, gdy ich przedsiębiorstwa przynoszą straty i spadają ceny akcji. „W ten sposób przeciętny obywatel odkrył ze zdumieniem, że kryzys finansowy i beztroskie działania niektórych wielkich instytucji finansowych, od Merrill Lynch czy Citigroup po Société Générale, może i doprowadziły do kryzysu, ale nie przeszkodziły bynajmniej gwiazdom światowej finansjery zainkasować swoich bonusów. Wszędzie, *working rich* utrzymują się na powierzchni” [Artus P., Virard M., 2008]. Ponieważ wycena aktywów na rynkach finansowych jest przedmiotem spekulacji, to ceny transakcyjne nie odzwierciedlają wartości. W rezultacie cena akcji przedsiębiorstwa niewiele ma wspólnego z wartością dla akcjonariusza.

Zjawiska te wywołują uzasadnioną krytykę uznawania ceny akcji za wiarygodny instrument wyceny przedsiębiorstwa. W konsekwencji także cel korporacji rozumiany, jako maksymalizacja wartości rynkowej musi budzić poważne zastrzeżenia. Dlatego, że wartość akcji może się zmieniać przy stałej wielkości i strukturze aktywów oraz stałej wielkości i strukturze kapitału, a więc bez udziału zarządzających. Zarówno w przypadku, gdy ta wartość rośnie, jak i spada. Ilustruje to tab. 1, w której pokazano zmiany wartości rynkowej na przestrzeni 1,5 roku notowań na GPW w Warszawie. Pojawia się uzasadnione pytanie, jak w takiej sytuacji powinni być wynagradzani zarządzający, skoro nie osiągają założonego celu?

Tabela 1. Wartość księgową i rynkową wybranych spółek na GPW w Warszawie w mln zł

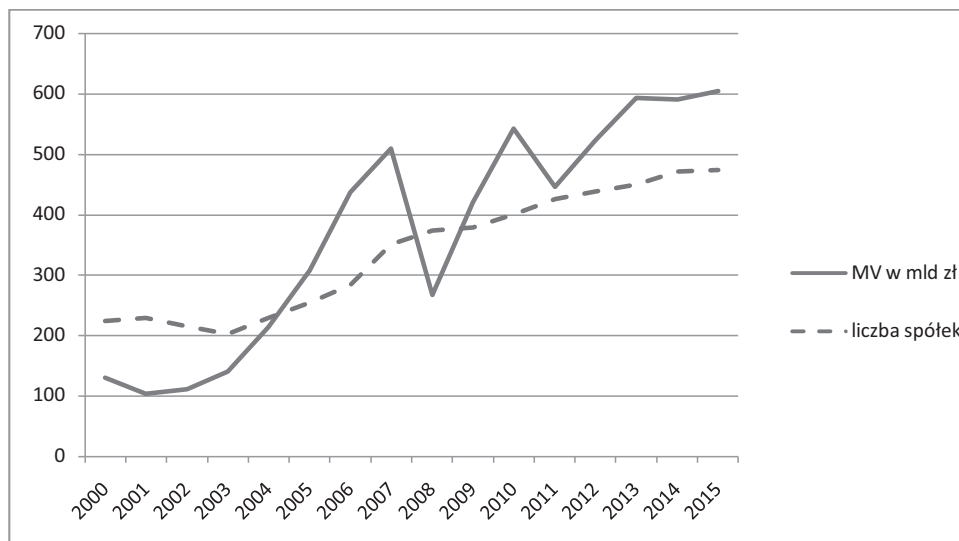
Spółka giełdowa	Wartość księgową	Data notowań	Wartość rynkowa wg stanu na 09.07.2015
AGORA	1198	31.03.2014	560
ASSECOPOL	7264	31.12.2013	4927
BANK BPH	4988	31.03.2014	2981
ECHO	2765	31.12.2013	2744
ENEA	11718	31.03.2014	6489
GETINOBLE	4780	31.12.2013	3048
JSW	8351	31.12.2013	1399
KGHM	23064	31.12.2013	20520
LOTOS	9137	31.03.2014	5297
NETIA	2204	31.12.2013	1939
ORANGE PL	12910	31.03.2014	10026
TAURON PE	17869	31.03.2014	7045
ZE PAK	3782	31.12.2013	981

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Money.pl [dostęp 06.07.2015] oraz GPW.pl – Analizy i Statystyki [dostęp 9.07.2015]

Okazuje się, że w przypadku kilku spółek wartość rynkowa jest dużo niższa od tej, jaka podana jest w ich księgach. W takich spółkach jak AGORA, BANK BPH, ENEA, LOTOS, TAURON wartość rynkowa jest ok. 2-krotnie niższa od wartości księgowej. Jeszcze niższą wycenę miały spółki JSW i ZE PAK. Ich wartość rynkowa stanowiła odpowiednio 16,7% i 25,9% wartości księgowej. Różnice te dotyczą 12- lub 18-miesięcznego okresu zarządzania. Sytuacja taka ma miejsce nie tylko w przypadku wymienionych spółek, ale całego rynku akcji. Na rys. 1. pokazano zmiany w wartości rynkowej spółek notowanych na GPW w Warszawie i liczbę spółek będących w portfelu WIG. Wartość ta z założenia powinna rosnąć nawet przy nieziennej liczbie spółek. Okazuje się

Dylematy celu zarządzania

w latach 2007-2008 wartość rynkowa (MV) zmniejszyła się z 509,9 mld zł do 267,4 mld zł, mimo znacznego wzrostu liczby spółek, z 284 do 374. Podobna sytuacja miała miejsce w latach 2010-2011.



Rys. 1. Wartość rynkowa spółek na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GPW.pl – Analizy i Statystyki [dostęp 09.07.2015]

Gdyby uznać, że celem zarządzających jest podniesienie wartości rynkowej spółki, to należałoby też uznać, że gdy spada wartość przedsiębiorstwa, to wysokopłatni menedżerowie nie powinni nadal pełnić swoich funkcji, gdyż nie posiadają odpowiednich kompetencji lub z różnych powodów tego celu nie realizują. W znakomitej większości pozostają jednak na swoich stanowiskach a ich wynagrodzenia nie maleją. Przykładowo roczne wynagrodzenie brutto menedżerów spółek giełdowych wynosiło w 2011 r. przeciętnie ok. 518 tys. zł i wzrosło w stosunku do 2010 r. o 18 %. W tym samym czasie wartość rynkowa spółek spadła z 542,6 mld zł do 446, 2 mld zł, a więc o 17,8% [Forbes.pl, 2014]. W rzeczywistości spadek wartości rynkowej dla tego samego zbioru spółek był jeszcze większy, gdyż w tym czasie zwiększyła się liczba spółek notowanych na giełdzie. Dane te nie dają podstaw do wnioskowania, że głównym celem zarządzających jest wartość rynkowa, a apanaże uzależnione są od realizacji tego celu.

Problem jest oczywiście bardziej złożony. Na ceny rynkowe akcji wpływają nie tylko zarządzający spółkami, ale także czynniki zewnętrzne, na które zarządzający mają wpływ ograniczony. Tezę tę uwiarygadniają dane przedstawione na rys. 1. Najsilniejszy spadek wartości rynkowej spółek miał miejsce w latach 2007-2008, a więc podczas światowego kryzysu ekonomicznego. Trudno zakładać, że w tym czasie zarządzający nie byli zainteresowani wzrostem wartości rynkowej swoich spółek. Pojawia się więc pytanie, czy dzisiaj – w świecie turbulencji gospodarczych, globalizacji i nierównego dostępu do wiarygodnej informacji finansowej – można przyjąć maksymalizację wartości rynkowej, jako długoterminowy cel zarządzania? W świetle przedstawionych faktów jest to na pewno dyskusyjne.

3. Jeden, czy różne cele zarządzania

Zróznicowane warunki funkcjonowania przedsiębiorstw powodują, że trudno określić jeden uniwersalny cel zarządzania. Jest on pochodną skali działalności, formy organizacyjnej i prawnej przedsiębiorstwa a także branży. Im szybszy proces zmian rynkowych, tym większe znaczenie mają cele krótkoterminowe, gdyż koncentrują działania przedsiębiorstwa na pokonywaniu barier „tu” i „teraz”. Działania te są przedmiotem polityki kapitału obrotowego i sprowadzają się do monitorowania płynności finansowej i wypłacalności przedsiębiorstwa. Warto przytoczyć tu dwa podobne poglądy na ten temat, które pojawiły się w odstępnie prawie dwu i pół wieku. Już w 1776 r. w swoim wielkim dziele *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* Adam Smith konkludował, że wszelki kapitał trwały pochodzi pierwotnie z kapitału obrotowego i musi być stale przez ten kapitał zasilany. Wszelkie użyteczne maszyny i narzędzia pracy pochodzą z kapitału obrotowego, który dostarcza materiałów do ich wytworzenia a także środków na utrzymanie pracowników, którzy te maszyny wytwarzają. Kapitał trwały nie przyniesie zysku inaczej, jak tylko za pośrednictwem kapitału obrotowego. Nawet najbardziej użyteczne maszyny i urządzenia nie są w stanie nic wytworzyć bez kapitału obrotowego [Smith, 2003].

Drugi pogląd sytuuje problematykę kapitału obrotowego wprost na szczycie hierarchii zarządzania. N. Havoutis stwierdza, że aktywne zarządzanie kapitałem obrotowym ma zasadnicze znaczenie dla zdolności przedsiębiorstwa do adaptacji w trudnych warunkach gospodarowania. Zarządzanie kapitałem obrotowym jest tym obszarem działalności gospodarczej, który jest najbardziej zależny od przedsiębiorstwa. Pozwala to na bieżąco oceniać rezultaty przed-

Dylematy celu zarządzania

siębiorstwa, konfrontować wyniki finansowe z ustalonymi priorytetami i elastycznie reagować na ryzyko rynkowe. Kapitałem obrotowym można sterować niezależnie od zmian w otoczeniu makroekonomicznym. Optymalizowanie krótkoterminowych aktywów i krótkoterminowych zobowiązań, w tym zarządzanie gotówką jest coraz częściej postrzegane jako fundament powiększania wartości dla akcjonariuszy. Inaczej mówiąc, każdy dodatkowy pieniądz uwolniony z kapitału obrotowego powiększa kapitał firmy [Havoutis, 2003]. Sposoby optymalizowania kapitału obrotowego są powszechnie znane, ale nadanie tak dużej rangi zarządzaniu operacyjnemu warte jest odnotowania. Polega ono na lepszej gospodarce zapasami, obniżaniu kosztu kredytów handlowych oraz skutecznym ściąganiu należności. Jak podaje cytowany autor coraz więcej firm rezygnuje z celu długoterminowego na rzecz celu operacyjnego, którego ostatecznym efektem jest skrócenie cyklu gotówkowego.

Skuteczne zarządzanie kapitałem obrotowym wymaga właściwego ułożenia relacji z otoczeniem rynkowym przedsiębiorstwa, głównie z odbiorcami produktów i usług. Jest to niezbędny warunek przyspieszenia rotacji aktywów obrotowych i w konsekwencji zwrotu zainwestowanego kapitału. Badania na ten temat rozpoczęto już w latach 90-ych ub. wieku. Wynika z nich, że korzyści jakie odnosi otoczenie wchodząc w relacje z przedsiębiorstwem przekładają się na jego wartość rynkową. Natomiast zarządzanie ukierunkowane wyłącznie na korzyści dla właścicieli nie sprzyja trwałej maksymalizacji wartości [Centre, 1997].

Odpowiadając na pytanie postawione w tytule rozdziału należałoby odpowiedzieć, że w praktyce obserwuje się całą wiązkę celów, do których zmierza przedsiębiorstwo. Wskazują na to wyniki badań, które zaprezentowano w tabeli 2¹. Okazuje się, że wartość rynkowa akcji jest wyłącznie jednym z wielu czynników polityki finansowej przedsiębiorstwa i bynajmniej nie najważniejszym. Waga tego czynnika waha się najczęściej od 15 do 30 pkt. W jednym przypadku nadano wagę 50 pkt., także w jednym przypadku uznano ten czynnik w ogóle za nieistotny. Największe natomiast znaczenie przywiązują przedsiębiorstwa do ekspansji rynkowej. W pięciu przypadkach waga tego czynnika jest na poziomie 30 pkt., w dwóch na poziomie 50 pkt. i w jednym 60 pkt. Ważniejszym celem niż wartość rynkowa jest także stabilizacja płynności finansowej i związana z tym konieczność wypracowania zysku.

¹ Prezentowane wyniki są fragmentem szerszych badań typu *case study* prowadzonych przez autora na Wydziale Zarządzania UW w latach 2012-2013. Nazwa przedsiębiorstwa uczestniczącego w badaniu została zastrzeżona. Cele zarządzania określone zostały w skali od 0 do 100 pkt.

Tabela 2. Hierarchia celów zarządzania

Charakterystyka przedsiębiorstwa*	Bieżąca płynność finansowa	Stabilizacja płynności finansowej w długim okresie	Wartość rynkowa akcji	Zwiększenie udziału w rynku	Przyrost zysku
Handel hurt., detal., naprawa pojazdów Rentowność: 2,14% Suma bilansowa: pow. 1000 do 3000			20	60	20
Przetwórstwo przemysłowe Rentowność: 1,52% Suma bilansowa: pow. 1000 do 3000		20		50	30
Górnictwo i wydobywanie Rentowność: 7,19% Suma bilansowa: pow. 1000 do 3000		25	15	30	30
Przetwórstwo przemysłowe Rentowność: 2,24% Suma bilansowa: pow. 500 do 1000		20	30	30	20
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną in. Rentowność: 5,78% Suma bilansowa: pow. 5000	25	25	15	10	25
Przetwórstwo przemysłowe Rentowność: 7,40% Suma bilansowa: pow. 1000 do 3000			50	50	
Handel hurt., detal., naprawa pojazdów Rentowność: 16,67% Suma bilansowa: pow. 1000 do 3000		10	10	30	50

Dylematy celu zarządzania

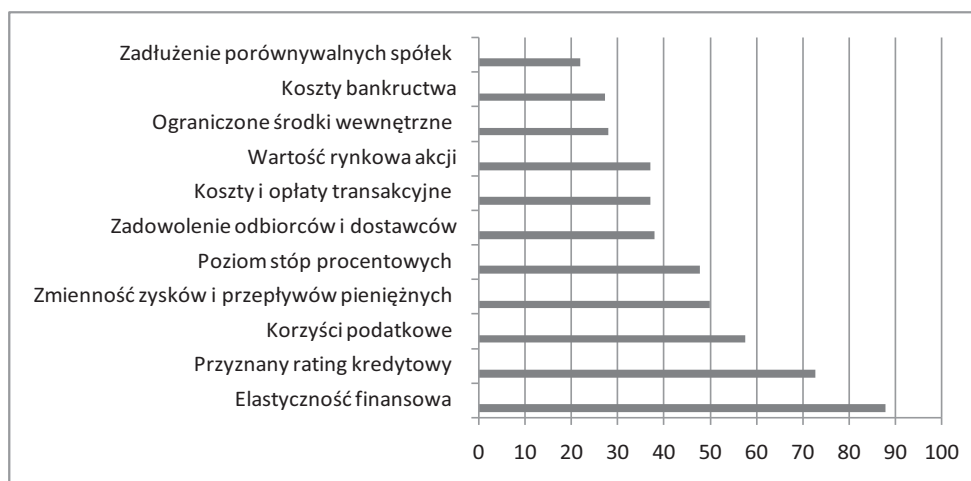
Przetwórstwo przemysłowe Rentowność: 16,73% Suma bilansowa: pow. 1000 do 3000	20	20	20	20	20
Budownictwo Rentowność: 2,72% Suma bilansowa: pow. 3000 do 5000		20	30	30	20
Informacja i komunikacja Rentowność: 3,01% Suma bilansowa: pow. 1000 do 3000	5	5	30	30	30

* Przedsiębiorstwa wg PKD, suma bilansowa w milionach zł, rentowność mierzona zyskiem *EBIT*

Źródło: Prezentowane wyniki są fragmentem szerszych badań typu *case study* prowadzonych przez autora na Wydziale Zarządzania UW w latach 2012 – 2013 r. Nazwy przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu została zastrzeżona. Cele zarządzania określone zostały w skali od 0 do 100 pkt.

Relatywnie małe znaczenie wartości rynkowej potwierdzają też wyniki badań, które przeprowadzono na próbie ponad 1000 przedsiębiorstw europejskich [Bancel, Mittoo, 2002]. Warto tu przypomnieć, że zgodnie z teorią struktury kapitału wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest pochodną kosztu kapitału całkowitego finansującego przedsiębiorstwo *WACC* (*weighted average cost of capital*). Zmienia się ona w odwrotnym kierunku do kosztu kapitału. Jeżeli celem długoterminowym miałyby być wartość przedsiębiorstwa, to właśnie ten czynnik powinien decydować o wyborze struktury kapitału. Wyniki cytowanych badań tego nie potwierdzają (rys. 2).

Okazuje się, że najważniejszymi przesłankami struktury kapitału są elastyczność finansowa i rating kredytowy przedsiębiorstwa. Elastyczność finansowa interpretowana jest, jako zdolność przystosowania się przedsiębiorstwa do zmiennych warunków rynkowych. Związane jest to z wahaniami zysku operacyjnego spowodowanymi wzrostem lub spadkiem sprzedaży produktów i usług. Przedsiębiorstwo nadmiernie korzystające z kapitału dłużnego w celu zmniejszenia kosztu kapitału, może utracić zdolność do jego obsługi w przypadku spadku sprzedaży. Natomiast umiarkowane zadłużenie, nawet przy relatywnie wysokim koszcie kapitału własnego zmniejsza ryzyko utraty płynności, gdyż do obsługi długu wystarcza mniejszy zysk operacyjny.



Rys. 2. Determinanty wyboru struktury kapitałowej w przedsiębiorstwach europejskich

Źródło: Bancel F., Mittoo U.R., 2002, Determinants of Capital Structure Choice, A Survey of European Firms, SSRN-Working Paper.

Inaczej jest w warunkach koniunktury gospodarczej i stabilizacji sprzedaży. Zysk nie podlega wówczas tak silnym wahaniom i daje podstawę zwiększenia długu w celu obniżenia kosztu całkowitego WACC. Wybór a nie przymus korzystania z danego źródła finansowania jest przyczyną wysokiej pozycji elastyczności finansowej w powyższym rankingu.

4. Podsumowanie

Dyskusja wokół celu zarządzania koncentruje się zazwyczaj na celach korporacji, tj. najbardziej rozwiniętej formy przedsiębiorstwa, jaką jest spółka akcyjna. Giełdowe kursy akcji, mimo podniesionych zastrzeżeń, pozwalają na szybką i bezpośrednią wycenę przedsiębiorstwa. W przypadku przedsiębiorstw małych zorganizowanych w innej formie organizacyjno-prawnej niż spółka akcyjna takiej możliwości nie ma. Zarządzający lub właściciele dowiadują się o racjonalności lub nieracjonalności swoich decyzji w sposób pośredni, tzn. za pośrednictwem sygnałów płynących nie z rynku kapitałowego ale z rynku, który można nazwać powszechnym. Obejmuje on rynek finalnych dóbr konsumpcyjnych, rynek dóbr zaopatrzeniowych, rynek usług (z wyjątkiem finansowych),

a także rynek pracy. Rynek ten pełni ważne funkcje z punktu widzenia decyzji zarządczych, takie jak: funkcja informacyjna w zakresie cen i struktury popytu, funkcja alokacyjna umożliwiająca wybór kierunków inwestowania oraz funkcja weryfikująca pozwalająca *ex post* ocenić trafność podejmowanych decyzji. Przykładowo, rosnące przychody informują zarządzających o akceptacji rynkowej produktów i usług dostarczanych przez przedsiębiorstwo, rosnące ceny wskazują na coraz mocniejszą pozycję rynkową przedsiębiorstwa. Są to symptomy rosnącej wartości rynkowej przedsiębiorstwa, na podstawie których przedsiębiorcy weryfikują swoje decyzje zarządcze.

Bibliografia

1. Artus P., Virard M. P., 2008, *Wielki kryzys globalizacji*, I.W. Książka i Prasa, Warszawa 2008, s. 39.
2. Bancel F., Mittoo U.R., 2002, *Determinants of Capital Structure Choice, A Survey of European Firms*, SSRN-Working Paper.
3. Brigham E. F., 1966, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa, t. I., s. 43.
4. *Centre for Tomorrow's Company, The Inclusive Approach and Business Success*, w: „Financial Times” 12/1997.
5. Davis E.W., Pointon J., 1997, *Finanse i firma*, PWE, Warszawa, s. 44.
6. Duliniec A., 2007, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa, s. 71.
7. Haugen R.A., 1999, *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, s. 11.
8. Havoutis N., 2003, *Profitability in the Balance; Why Working Capital Management Matters*, AFP, vol. 23, no. 6.
9. Smith A., 2007, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa, t.1., s. 307.
10. Stiglitz J.E., 2006, *Szalone lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa, s. 90.
11. Veblen T., *The Theory of Business Enterprise*, 1901, w: J. Semkow, *Śladami wielkich ekonomistów*, 1988, PWN, Warszawa, s. 97.
12. Keynes J. M., 2003, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa, s. 133 i 141.
13. Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., 1999, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa, s. 26.

Źródła internetowe

Money.pl [06.07.2015]

GPW.pl [06.07.2015]

Forbes.pl [17.09.2014]