

Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw

Piotr Szczepankowski*

Streszczenie: Celem artykułu jest omówienie wpływu koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy na zjawisko finansjalizacji podmiotów realnej sfery gospodarki, jakimi są przedsiębiorstwa. Artykuł ma charakter kognitywny. Zawarte w nim rozważania wyrażają poglądy autora na omawiane zagadnienie, wypracowane w wyniku przeprowadzonych studiów nad literaturą tematu. Mogą w konsekwencji stanowić przyczynek do głębszej i krytycznej dyskusji o skutkach idei zarządzania wartością na zmiany zachowań współczesnych przedsiębiorstw i postępujący wzrost stopnia finansjalizacji ich aktywności gospodarczej.

Słowa kluczowe: finansjalizacja, wartość dla akcjonariuszy, zarządzanie wartością

Wprowadzenie

Wyodrębniona w ekonomii pod koniec lat 50. XX wieku nauka o finansach została oparta na paradygmacie ujmującym rzeczywistość gospodarczą poprzez dwa wymiary – ryzyka i rentowności. W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat paradygmat ten przyjął się nie tylko w świecie finansów, ale przedostał się do sfery realnej gospodarki i przeniknął do mentalności społeczeństw (Dembinski 2012). Na skutek powszechnej jego akceptacji zaczęły zanikać zabezpieczenia systemowe. Nastąpiła deregulacja systemu finansowego. Nastał okres finansjalizacji życia społeczno-gospodarczego.

W literaturze poświęconej finansjalizacji opisuje się głównie jej istotę, źródła, przyczyny i skutki. Jest to zjawisko rozpatrywane przede wszystkim na poziomie makro- lub mezoekonomicznym oraz oceniane w kontekście wpływu zmian w systemie finansowym na zachowania podmiotów ekonomicznych i funkcjonowanie rynków, głównie finansowych. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na coraz częściej pojawiające się interesujące opracowania polskich autorów z tego zakresu, m.in. M. Ratajczaka (2012, 2014), E. Mączynskiej (2011), M. Falkowskiego (2011), A. Zaremby (2013), M. Wrzesińskiego (2014) i P. Wiśniewskiego (2014). Jednakże finansjalizacja przedsiębiorstw jest niemal niezauważana we współczesnych studiach teoretyczno-empirycznych. W warunkach polskich wynika to prawdopodobnie z przekonania, że silna koncentracja własności i w konsekwencji

* dr hab. Piotr Szczepankowski, prof. WSiFiZ, Wydział Zarządzania i Finansów, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, ul. Pawia 55, 01-030 Warszawa, e-mail: szczepankowski@vizja.pl.

nieznaczny udział krótkoterminowych inwestorów instytucjonalnych w aktywach spółek nie sprzyjają ukierunkowywaniu strategii działania jednostek gospodarczych na realizację nowych zasad akumulacji finansowej, w tym związanych z koncepcją wartości dla akcjonariuszy (SHV). Chociaż w czasopiśmiennictwie nie pomija się warunków politycznych, kulturowych i społecznych leżących u podstaw finansjalizacji przedsiębiorstw, to w dominującej na ten temat literaturze anglosaskiej uwaga skupiana jest przede wszystkim na opisywaniu ścisłego związku między aktywnością inwestorów instytucjonalnych i skalą akumulacji finansowej. Wykazano przede wszystkim, że wzrost stopnia finansjalizacji jest powiązany ze zjawiskiem presji „niecierpliwych” inwestorów instytucjonalnych, bardziej zainteresowanych krótkoterminowymi zyskami spółek i ich bieżącą konsumpcją niż oczekiwaniem na osiągnięcie przez nie lepszych wyników z działalności gospodarczej w długim okresie, implikowanych efektywną alokacją kapitału wewnętrznego. Zjawisko to traktowane jest również jako główny czynnik napędowy tendencji do poszukiwania maksymalnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału przy jak najmniejszym ryzyku, co tym samym stanowi fundamentalny imperatyw koncepcji SHV.

1. Rozumienie zjawiska finansjalizacji

Zdaniem A. Kameli-Sowińskiej (2014: 11) trudno jest odnaleźć w literaturze przedmiotu jednoznaczną, akceptowaną przez środowisko naukowe definicję nowo rozpoznawanego zjawiska. Dotyczy to m.in. finansjalizacji, która w literaturze polskiej jest określana zamiennie takim terminami, jak: finansyzacja (Ratajczak 2012, 2014), ufinansowanie, giełdyzacja (Kowalik 2009), bankokracja (Gwiazdowski 2008) czy kapitalizm finansowy (Toporowski 2012). Pod tymi pojęciami kryje się to samo zjawisko – postępującej dominacji sektora finansowego w działalności jednostek gospodarujących i osób fizycznych (Kamela-Sowińska 2014: 11).

M. Ratajczak (2012: 282–283) prezentuje pojęcie finansjalizacji zarówno w wąskim – podmiotowym, jak i w szerszym – bardziej instytucjonalnym znaczeniu, co zostało zestawione w tabeli 1.

W duchu instytucjonalnego rozumienia finansjalizacji wypowiada się również E. Mączyńska (2011: 57), określając to zjawisko jako przerost sektora finansowego w stosunku do realnego sektora wytwórczego, czyli sektora produkcji dóbr i usług. Zdaniem K. Jajugi (2014: 148) finansjalizacja oznacza również wzrost znaczenia motywów finansowych (głównie zysku i ryzyka) w procesie podejmowania decyzji gospodarczych i ich wpływu na efektywne funkcjonowanie podmiotów ekonomicznych oraz zachowania społeczne. Jest to zatem zjawisko, które powoduje w konsekwencji przyrost znaczenia i wartości aktywów finansowych w porównaniu z aktywami rzeczowymi oraz silne oddziaływanie decyzji finansowych na wartość netto podmiotu.

Tabela 1

Ujęcia finansjalizacji

Szerokie znaczenie finansjalizacji (ujęcie instytucjonalne)	Wąskie znaczenie finansjalizacji (ujęcie podmiotowe)
Proces atomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, doprowadzający do uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej.	Zjawisko rosnącego znaczenia działalności finansowej w aktywności podmiotów ekonomicznych o charakterze niefinansowym.
Proces uzyskiwania przez rynki i elity finansowe coraz większego wpływu na politykę ekonomiczną i na efekty gospodarowania.	Zmiana strumieni dochodów podmiotów niefinansowych, w którym coraz większy udział mają dochody czerpane z działalności finansowej, a nie z tradycyjnej działalności operacyjnej.
Rosnąca rola sfery finansowej oraz kryteriów finansowych w funkcjonowaniu gospodarki oraz w życiu ekonomicznym i społecznym.	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ratajczak (2012): 282–283.

W literaturze zachodniej finansjalizacja jest najczęściej rozpatrywana od strony rosnącego udziału sektora finansowego w kształtowaniu wartości produktu krajowego brutto oraz rosnącej roli produktów finansowych w strukturze kapitału przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (Stockhammer 2013: 513). Odnoszona jest więc do podmiotów niefinansowych zarówno jako efekt poszukiwania przez nie zróżnicowanych form kapitału na rynku finansowym, jak i ukierunkowania alokacji pozyskiwanego kapitału w aktywa finansowe (Orhangazi 2008: 864) oraz w celu tworzenia licznych spółek zależnych oraz bliźniaczych.

Finansjalizację rozumie się również nie tylko jako rosnącą rolę motywów, rynków, podmiotów i instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarki, ale też, co jest najczęściej podkreślane w literaturze tematu, jako dominację produktów finansowych na innych rynkach niż finansowe, na przykład towarowym (Casey 2011). W tym wypadku banki inwestycyjne i inne instytucje finansowe skutecznie wypromowały i wprowadziły pochodne instrumenty finansowe jako formy inwestycji na rynku towarowym. W rezultacie, instrumenty bazujące na indeksach towarowych przyciągnęły kapitał od inwestorów instytucjonalnych i osób prywatnych (Hughes 2006). Rosnąca obecność inwestorów przeznaczających środki inwestycyjne na towarowe instrumenty pochodne doprowadziła do kształtowania się cen surowców i towarów w wysokim stopniu powiązanych z cenami aktywów finansowych.

Finansjalizacja jest rozpatrywana także jako wzrost znaczenia w kształtowaniu rentowności netto i wartości wewnętrznej podmiotów gospodarczych dochodów osiąganych przez nie z aktywów finansowych (odsetki, dywidendy czy zyski z operacji instrumentami finansowymi), które zaczynają pełnić nadrzędną rolę w stosunku do dochodów uzyskiwanych z tytułu zagospodarowania aktywów operacyjnych (ze sprzedaży produktów), mających coraz częściej drugorzędne znaczenie (Krippner 2005: 174).

Rekapitułując, finansjalizację należy utożsamiać z rosnącą dominacją sektora finansowego w życiu gospodarczym, rosnącą rolą instytucji finansowych w zarządzaniu przedsiębiorstwami niefinansowymi, wzrostem znaczenia aktywów finansowych w stosunku do

pozostałych aktywów jednostek gospodarczych, z silnym urynkowaniem papierów wartościowych (w szczególności akcji spółek), z giełdą jako rynkiem sprawującym funkcję kontrolną nad funkcjonowaniem przedsiębiorstw i miejscem określania ich strategii rozwoju, oraz wahań na giełdzie jako wyznacznika zmiany fazy cyklu koniunkturalnego (Dore 2008: 18).

2. Źródła, przejawy i skutki finansjalizacji

W opracowaniu D. Tomaskovic-Deveya i K.H. Lina (2012: 539–559) można przeczytać, iż za podstawowe przesłanki finansjalizacji gospodarki uważa się przede wszystkim: deregulację systemu finansowego, procesy koncentracji w sektorze finansowym, rosnącą wielkość i udział na rynku finansowym inwestorów instytucjonalnych, rozwój koncepcji zarządzania wartością, dominację neoliberalnego modelu polityki pieniężnej, fiskalnej i gospodarczej. Zdaniem T.I. Paleya (2007: 14–15) przyczyn finansjalizacji gospodarki należy poszukiwać przede wszystkim w procesie transformacji interesów sektora finansowego. Zmiany w tym sektorze implikują transformację struktury gospodarki, polityki gospodarczej, jak i zachowań przedsiębiorstw. Można je połączyć w trzy grupy. Pierwsza z nich dotyczy struktury i funkcjonowania rynków finansowych, druga zaś zachowań przedsiębiorstw niefinansowych, a trzecia w końcu polityki gospodarczej. Pomiędzy tymi grupami zachodzą interakcje. Polityka gospodarcza wpływa na strukturę rynków finansowych i zmiany zachowań przedsiębiorstw, a działania korporacji oddziałują na politykę gospodarczą.

M. Ratajczak (2012: 291–298) znacznie rozwinął listę źródeł finansjalizacji podawaną w literaturze zachodniej. Na podstawie opisanych przez niego przejawów omawianego zjawiska można je pogrupować na:

- egzogeniczne, występujące w otoczeniu systemu finansowego,
- endogeniczne, zachodzące wewnątrz systemu finansowego oraz w podmiotach gospodarczych.

Do zewnętrznych źródeł i przyczyn finansjalizacji należy zaliczyć takie zdarzenia, jak: deregulację systemu finansowego, ograniczanie nadzoru korporacyjnego, digitalizację życia ekonomicznego i społecznego, wzrost szybkości przepływów kapitału, rozwój alternatywnych wobec budżetu państwa form finansowania świadczeń społecznych, dążenie do bardziej efektywnego prowadzenia polityki państwa dobrobytu i państwa opiekuńczego, wzrost potrzeb pożyczkowych państwa, stymulowanie lub wręcz wymuszanie akcji kredytowej przez państwo, ograniczanie progresywności opodatkowania, plany ratunkowe państwa zarówno dla sfery finansowej, jak i podmiotów sfery realnej (Ratajczak 2012).

Zmiany regulacyjne zachodzące w otoczeniu systemu finansowego implikują nowe zachowania podmiotów i procesy zmian w samym systemie. Kształtują w konsekwencji następujące źródła i świadectwa narastania zjawiska finansjalizacji: upowszechnienie koncepcji zarządzania wartością dla właścicieli, masową prywatyzację przedsiębiorstw, zdywersyfikowanie działalności przedsiębiorstw niefinansowych w celu poszukiwania

przez nie dodatkowych zysków z działalności pozaoperacyjnej, rozwój rynku pochodnych instrumentów finansowych, inflację aktywów finansowych i instrumentów finansowych, inżynierię finansową i sekurytyzację aktywów, skalę lewarowania działalności gospodarczej i sfery finansowej, zmianę charakteru inwestycji finansowych z długoterminowych na spekulacyjne, politykę utrzymywania niskich stóp procentowych w celu zwiększenia dostępności do kredytu i poszukiwania alternatywnych wobec depozytów bankowych form alokacji wolnych środków pieniężnych, wciąganie nieprzygotowanych grup społecznych w złożony świat rynku finansowego, rozwój rynków i instrumentów finansowych w celu zaspokojenia oczekiwań i potrzeb podmiotów o ograniczonych dochodach i niewielkim majątku, dążenie do różnicowania dochodów pracowników i menedżerów (Ratajczak 2012).

Ze względu na fakt, iż finansjalizacja traktowana jest jako długoterminowa tendencja do zmiany roli sfery finansowej w gospodarce (Ratajczak 2012: 290), jej najbardziej rozpoznawanymi i szeroko komentowanymi w literaturze tematu, zaobserwowanymi w ciągu ostatnich lat skutkami są: zjawiska kryzysów finansowych, pojawianie się baniek spekulacyjnych w sferze finansowej (szerzej: występowanie zjawiska niestabilności finansowej), wzrost zysków z aktywności finansowej w zyskach ogółem, wzrost wartości długu (prywatnego i publicznego) w relacji do PKB, wzrost roli sektora finansów, ubezpieczeń i nieruchomości (sektor FIRE – *finance, insurance, real estate*) w aktywności gospodarczej, nadmierne nasycenie rynku finansowego instrumentami pochodnymi i toksycznymi (Foster 2007). Jako skutek finansjalizacji podaje się jeszcze wzrost wartości transferów kapitału z podmiotów niefinansowych do sektora finansowego. Zdaniem R. Dore'a (2008) skutkami finansjalizacji są również następujące zjawiska:

- wzrost znaczenia oraz zwiększenie złożoności usług pośrednictwa i powiernictwa finansowego ukierunkowanego bardziej na ryzykownych inwestorów spekulacyjnych niż bezpiecznych inwestorów długoterminowych,
- nadrzędność realizacji praw własności właścicieli nad wypełnianiem zasad społecznej odpowiedzialności biznesu,
- promowanie „kultury praw własności” w przekonaniu, że zwiększy to zdolność przedsiębiorstw do konkurencyjności na arenie międzynarodowej.

Negatywnego wpływu finansjalizacji jako przyczyny kryzysu finansowego lat 2008–2010 i destabilizacji światowej gospodarki poszukuje się przede wszystkim w nadmiernym rozwoju innowacji finansowych oraz silnej deregulacji systemu finansowego. Mniejsza uwaga jest natomiast koncentrowana na ocenie długoterminowej polityki redystrybucji dochodów podmiotów ekonomicznych osiąganych w wyniku finansjalizacji. Zyski z działalności finansowej (zarówno podmiotów finansowych, jak i niefinansowych), proporcjonalnie do sumy zysków ze wszystkich sfer działalności gospodarczej, rosły wolno w latach 1948–1970, następnie spadły w latach 70. XX wieku i w końcu gwałtownie wzrosły po 1980 roku (Krippner 2005). Trend ten osiągnął swoje maksimum w roku 2002, kiedy to ok. 45% zysków netto przedsiębiorstw amerykańskich zostało osiągnięte z działalności finansowej. Ponieważ deprecjacja wartości kapitału inwestowanego w aktywa finansowe

jest zazwyczaj większa w długim okresie niż kapitału alokowanego w aktywa rzeczowe, przedsiębiorstwa zmieniły politykę inwestycyjną – z długoterminowej na krótkoterminową alokację kapitałów i nastawiły się na osiąganie zysków z krótkoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych, a nie projektów ukierunkowanych na długoletni wzrost i rozwój jednostki gospodarczej (Epstein 2006).

Jednocześnie w latach 80. XX wieku odnotowano dynamiczny wzrost realnego poziomu wynagrodzeń w sektorze finansowym, co spowodowało w konsekwencji silną migrację doświadczonych pracowników i menedżerów z sektora realnego do finansowego i wywołało efekt silnej dyspersji poziomu wynagrodzeń i stanu zatrudnienia w obu tych sektorach gospodarki. Różnica między stopą wzrostu średniego poziomu wynagrodzeń *per capita* w sektorze finansowym i realnym wyniosła w USA w pierwszej dekadzie XXI wieku aż 60 pp. (Rauh, Kaplan 2010).

Finansjalizacja zmieniła także strukturę i funkcjonowanie rynków finansowych. Badania teoretyczne odnoszą się w tym przypadku m.in. do analizy wpływu finansjalizacji (szczególnie dostępności do kredytów) na zmiany wyników makroekonomicznych i przebiegu cyklu koniunkturalnego. Niektóre z wcześniejszych prac, istotnych dla badania procesu finansjalizacji, dotyczyły skutków zmiany struktury aktywów i zobowiązań finansowych (Tobin 1961), efektu innowacji finansowych i deregulacji rynku (Tobin, Brainard 1963) oraz oceny wpływu teorii racjonowania kapitału na poziom inwestycji i konsumpcji (Ackley 1951; Modigliani, Brumberg 1954; Modigliani, Ando 1963). Te wczesne prace miały tendencję do ignorowania długu, który stał się przedmiotem późniejszych prac związanych ze skutkami finansjalizacji sfery realnej. Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na prace Hymana Minsky'ego i jego hipotezę niestabilności finansowej. Minsky (1992) zakwestionował neoklasyczny model równowagi ogólnej z powodu jego nadmiernej abstrakcyjności, polegającej między innymi na pominięciu istnienia „wyrafinowanych” instytucji finansowych. Instytucje tego typu tworzą spekulacyjny popyt na pieniądź, zwiększają niepewność oraz podnoszą koszty pozyskania kapitału (Kąsek, Lubiński 2010: 7). Minsky patrzył na gospodarkę jak na złożony system finansowy, którego niestabilność rośnie w miarę wydłużania się fazy wzrostowej cyklu koniunkturalnego, w wyniku angażowania się podmiotów gospodarczych w coraz bardziej ryzykowne formy finansowania działalności. Sposób finansowania aktywów nie jest zatem obojętny dla stabilności finansowej. Szczególne znaczenie ma dług. Trudności regulowania zobowiązań przez jeden podmiot, przenoszą się na pozostałe. W miarę rozpowszechniania się problemów spada wartość aktywów finansowych (Wray 2008).

Koncepcja niestabilności rynków finansowych H. Minsky'ego wynika także z obserwacji, że na rynku finansowym następuje transformacja aktywów krótkookresowych w długookresowe, przy założeniu krótkoterminowych preferencji kapitałodawców i długoterminowych dla kapitałobiorców. Im większe niedopasowanie preferencji czasowych obydwu stron, tym większe prawdopodobieństwo, że wzrost krótkookresowych stóp zwrotu doprowadzi do ujemnej wartości netto aktywów w dłuższym czasie. Oprócz transformacji

terminów zapadalności, instytucje finansowe realizując proces finansjalizacji gospodarki, zwiększają również płynność emitując papiery krótkookresowe pod zastaw aktywów długoterminowych (Kąsek, Lubiński 2010: 9). W rezultacie finansowania inwestycji, kontrola nad aktywami kapitałowymi powiązana jest ze zobowiązaniami. Dla każdego podmiotu gospodarującego zobowiązania wraz z przewidywanymi wpływami kasowymi określają jego sytuację finansową (Minsky 1992). Finansowanie bezpieczne ma miejsce wtedy, gdy spodziewane wpływy gotówkowe z działalności operacyjnej przewyższają koszty finansowe i wydatki operacyjne z uwzględnieniem dywidendy wypłacanej akcjonariuszom o margines bezpieczeństwa, zapewniający zaabsorbowanie nieprzewidywanych spadków wartości po stronie wpływów lub gwałtownego wzrostu wydatków. Sposób bieżącego finansowania inwestycji przesądza więc o perspektywach wzrostu przedsiębiorstw w przyszłości.

3. Oddziaływanie koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy na finansjalizację przedsiębiorstw

Najobszerniejsze studia z zakresu oceny wpływu koncepcji SHV na finansjalizację przedsiębiorstw zostały opublikowane w 2000 roku w specjalnym wydaniu brytyjskiego czasopisma naukowego „Economy and Society” (vol. 29, no. 1). Otwierający wolumen artykuł K. Williamsa (2000: 1–12) rozpoczyna się twierdzeniem, iż SHV zostało wypracowane przez amerykańskich konsultantów, za aprobatą środowiska akademickiego, w wyniku presji instytucji, rynków i inwestorów finansowych w celu wskazania zarządzającym przedsiębiorstwami metody służącej do szybkiego zwiększania stóp zwrotu z kapitału. W konsekwencji SHV zmieniła priorytety funkcjonowania przedsiębiorstw – z postfordowskiej dbałości o produkt i konsumentów, na nowy typ tzw. późnego kapitalizmu, dbającego głównie o interesy inwestorów i właścicieli. To nowe podejście ujednoliciło cel działalności jednostek gospodarczych w okresie narastającej globalizacji i międzynarodowych przepływów kapitału oraz wprowadziło nowe formy działań konkurencyjnych między przedsiębiorstwami. Spowodowało również inne postrzeganie grupy właścicieli przez pozostałych interesariuszy, zgodnie ze stwierdzeniem Alfreda Rappaporta (1998: 11), że „inwestorami nie są oni, tylko my wszyscy”.

W podobnym zakresie wypowiedziała się J. Froud i in. (2000: 80–110), argumentując, iż narastanie zjawiska finansjalizacji gospodarki wymagało wypracowania na potrzeby przedsiębiorstw narzędzi zarządzania umożliwiających realizację coraz silniejszych oczekiwań aktywnych inwestorów finansowych. Mierniki oraz nośniki wartości stworzone przez doradców działających na zlecenie rynków finansowych skonstruowały koncepcję SHV (nazwaną zresztą przez cytowanych autorów doradztwem opartym na wartości – *value-based consultancy*), która z kolei spotęgowała finansjalizację sfery realnej gospodarki. Zostało to określone „finansjalizacją systemów zarządzania” (Froud i in. 2000: 84), która polega m.in. na wskazaniu możliwości i konieczności osiągnięcia dodatkowych dochodów przez jednostkę gospodarczą poza jej podstawową aktywnością operacyjną. Ukierunkowanie

działalności przedsiębiorstw do sprostania rosnącym oczekiwaniom rynków i inwestorów finansowych zostało wręcz określone quasi-religijnym terminem „fundamentalizm akcjonariuszy”, gdzie realizacja zasad SHV, choć bez sukcesu, będzie wybaczana, ale nie będzie odpuszczone nawet najbardziej efektywne prowadzenie działalności przedsiębiorstw bez wdrożonej koncepcji SHV (Froud i in. 2000: 85–86). Fundamentalizm akcjonariuszy objawia się również w dążeniu do opisu złożonej działalności przedsiębiorstw jednym, syntetycznym i niezbyt skomplikowanym w kalkulacji miernikiem finansowym (wskaźnikiem kreowania wartości).

W literaturze tematu można odnaleźć opis kilku kluczowych przyczyn i skutków wpływu koncepcji SHV na finansjalizację przedsiębiorstw niefinansowych. Jednym z nich jest ewolucja polityki inwestycyjnej prowadzonej przez podmioty gospodarcze. J. Crotty (1990) powiązał zmianę preferencji i działań inwestycyjnych przedsiębiorstw wywołowaną zarówno przez SHV, jak przez finansjalizację, z teorią agencji M.J. Jensena i W.H. Mecklinga (1976). Zaobserwował on bowiem narastanie konfliktu interesu między właścicielami i zarządami przedsiębiorstw implikowanego zmianą natury kapitalizmu – z menedżerskiego, popularnego w latach 70. i 80. XX wieku, na właścicielski (inwestorski), który zdominował gospodarkę pod koniec XX wieku i w pierwszej dekadzie nowego stulecia. Cechą kapitalizmu menedżerskiego były strategiczne decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, zapewniające w długim okresie stabilny wzrost jednostek gospodarczych (częściej ekstensywny niż intensywny) i osiągnięcie dochodów z alokacji kapitału w aktywa operacyjne. Kapitalizm właścicielski skoncentrował z kolei uwagę na krótkoterminowych decyzjach finansowych zapewniających szybką maksymalizację stóp zwrotu i wartości kapitałów zaangażowanych w przedsiębiorstwo, przede wszystkim poprzez ich alokację w aktywa finansowe. Zostało to nawet określone przez Crotty’ego jako strategia osiągnięcia zysku bez inwestycji.

W podobnym duchu wypowiedział się E. Stockhammer (2004, 2005), który stwierdził wręcz, że nastąpiła zmiana zasad neoklasycznej teorii finansów. Dotychczasowy paradygmat wymiany zysku za ryzyko został zastąpiony nowym – zyskiem bez względu na ryzyko. Autor ten uważa, że menedżerowie są na ogół zwolennikami akumulowania kapitału (wewnętrznego i zewnętrznego) w celu finansowania nim pojawiających się efektywnych opcji inwestycyjnych ukierunkowanych na stopniowe podnoszenie wartości przedsiębiorstwa poprzez stabilny, zrównoważony wzrost i rozwój działalności operacyjnej, ale właściciele, którymi stały się głównie instytucje finansowe (banki, fundusze inwestycyjne), zainteresowani raczej krótkoterminowym przyrostem wartości akcji, także w wyniku cyklicznych wypłat z zysków generowanych z różnych obszarów aktywności przedsiębiorstw, zmieniają ich zachowania inwestycyjne. W. Lazonick i M. O’Sullivan (2000) argumentują wręcz, że polityka „zachowaj zyski i inwestuj” (*retain and invest*) została zastąpiona w koncepcji SHV działaniami typu „ogranicz inwestycje i rozprowadzaj dochody” (*downsize and distribute*). Finansjalizacyjnym skutkiem SHV jest zatem nie wykorzystywanie przez zarządzających przedsiębiorstwami zysków dla długoterminowego finansowania inwestycji, a coraz częstsze realizowanie płatności z zysków na rzecz kapitałodawców oraz finansowanie procesu

odkupywania akcji czy udziałów w celu podniesienia wartości rynkowej przedsiębiorstw. Dzieje się tak dlatego, że w procesie zwiększania wartości dla akcjonariuszy, interesy menedżerów zostały dostosowane do oczekiwań właścicieli, chociażby poprzez rozwój programu opcji na akcje. Opcje menedżerskie służą do wyrównywania interesów menedżerów i akcjonariuszy, wzmocnienia wzajemnego zaufania między tymi dwiema grupami interesariuszy i do redystrybucji dodatkowych dochodów.

Pogląd wpływu SHV na zmianę preferencji inwestycyjnych przedsiębiorstw w warunkach finansjalizacji gospodarki leży również u podstaw analiz teoretycznych prowadzonych przez M. Agliette i R. Bretona (2001) oraz R. Boyera (2000). Wykazano w nich, iż akcjonariusze nakładają swoistego rodzaju „normę finansową” na zarządy spółek, która, *ceteris paribus*, niekorzystnie wpływa na skalę, zakres i efektywność inwestycji w aktywa rzeczowe (operacyjne) podmiotów niefinansowych. Crotty (2005) dodatkowo wykazał, że skutkiem zmian preferencji inwestycyjnych implikowanych dążeniem do realizacji w krótkim okresie coraz wyższej wartości zysków oraz podnoszenia wartości akcji jest również wzrost nakładów kapitałowych przedsiębiorstw ponoszonych na krótkoterminowe aktywa finansowe, a wycofywanie się z realizacji długoterminowych inwestycji w aktywa pozafinansowe. W licznych badaniach relewantności wyników finansowych spółek w kształtowaniu ich wartości rynkowej wykazano bowiem, iż zmiany indeksów giełdowych są głównie silnie związane z krótkoterminowymi zyskami spółek. Potwierdza to fakt, że inwestorzy składają menedżerów do skupienia uwagi decyzyjnej na działaniach poprawiających roczne rentowności. Jest to zresztą oczekiwane przez samych menedżerów, którzy mają wypłacane roczne premie z bieżących wyników finansowych.

W literaturze wykazywany jest również wpływ SHV na finansjalizację od strony różnych form redystrybucji dochodów przedsiębiorstw. Popyt akcjonariuszy na wyższe wypłaty dochodów z zysków spółek zachodzi równolegle z efektem malejącego udziału płac pracowników przedsiębiorstw w dochodzie narodowym (Boyer 2000). Ponadto orientacja działalności spółek na realizację SHV wymaga zwiększania wynagrodzeń menedżerów, co w konsekwencji powoduje narastanie przepaści między płacami menedżerów i pracowników. Innym wskaźnikiem orientacji przedsiębiorstw na realizację strategii SHV jest praktyka wykupu akcji. Są to transakcje, w wyniku których przedsiębiorstwa starają się podnieść wartość rynkową poprzez zwiększenie popytu na akcje drogą wysłania „sygnału optymizmu” do inwestorów. Według A. Salento (2014) ogłoszenia wykupu akcji wzrosły o 37,4% w latach 1990–2013, a liczba firm ogłaszających zamiar odkupienia akcji wzrosła o 63,9%. Chociaż wykup może być interpretowany także jako alternatywna metoda dystrybucji dochodów, to jest on realizowany głównie w celu wspierania interesów akcjonariuszy.

Niektórzy autorzy rozważają możliwości wystąpienia pozytywnego wpływu rosnącej roli finansjalizacji przedsiębiorstw w realizacji strategii SHV, a poprzez tę koncepcję, na tempo wzrostu gospodarczego (Boyer 2000). Zauważa się bowiem wysoką skłonność do konsumpcji dochodów osiągniętych z aktywów finansowych, co z kolei stymuluje inwestycje przedsiębiorstw ukierunkowane na zwiększenie dynamiki ich rozwoju oraz kompensuje

bezpośredni negatywny wpływ nastawienia jednostki gospodarczej na wzrost wartości dla akcjonariuszy poprzez ograniczanie wydatków kapitału na operacyjne aktywa trwałe i obrotowe netto (Aglietta 2000; Stockhammer 2005). T. van Treeck (2008) wykazał na przykład, iż osiągnięte przez przedsiębiorstwa dochody finansowe (otrzymane dywidendy od innych spółek, odsetki od udzielonych pożyczek oraz z tytułu alokacji wolnej gotówki w dłużne papiery wartościowe) są natychmiast przeznaczane na rzeczowe inwestycje przedsiębiorstw. Wynika z tego, iż jednorazowo uzyskane dochody z aktywów finansowych nie są akumulowane. Są używane w celu poprawy wykorzystania mocy produkcyjnych na skutek reinwestycji zysków finansowych w aktywa operacyjne, co powoduje w konsekwencji wzrost rentowności z zastosowanych kapitałów w dłuższym okresie.

W literaturze podkreślany jest również związek między strukturą własności przedsiębiorstw i stopniem finansjalizacji ich działalności gospodarczej, określanej jako nowa koncepcja kontroli. Jej występowanie zostało potwierdzone w licznych badaniach przedsiębiorstw europejskich. Przykładowo, M. Höpner (2001) w Niemczech i F. Morin (2000) we Francji wykazali silne i statystycznie istotne powiązanie między udziałem inwestorów instytucjonalnych (choć mniejsze niż na rynkach anglosaskich) w strukturze własnościowej spółek i skłonnością do akumulacji finansowej oraz prowadzeniem na szeroką skalę transakcji fuzji i przejęć. Z kolei w krajach, gdzie w strukturze własnościowej przedsiębiorstw nie występują nieanonimowi akcjonariusze (właściciele), a własność przedsiębiorstw jest skoncentrowana w ręku niewielkiej liczby właścicieli (np. spółki rodzinne, z udziałem skarbu państwa, z kontrolnym pakietem udziałów strategicznego inwestora branżowego) ograniczony jest rozwój rynku kontroli. W rezultacie skala zjawiska finansjalizacji jest tam mniejsza. Badacze wyraźnie wykazali, że wydarzenia na rynku kontroli przedsiębiorstw, powstające jako skutek rozprzestrzeniania się koncepcji SHV, wystąpiły w momencie, w którym spółki przeprowadzały radykalne programy restrukturyzacji w celu poprawy wysokości akumulacji finansowej (Krippner 2011). Działania takie były wskazywane także przez M.J. Jansena (1998: 352), który uważał, iż programy restrukturyzacyjne oparte na wykupach menedżerskich i zlewarowanych, deinwestycjach, wykupach akcji itp. są działaniami sprzyjającymi zwiększaniu stóp zwrotu i podnoszeniu wartości przedsiębiorstw.

Zgodnie z badaniami N. Fligsteina (2001) finansjalizacja jako efekt wdrażanej koncepcji SHV zachodziła w dwóch fazach. Korporacje zaczęły być najpierw wyceniane przez wartość osiągniętych przepływów pieniężnych, które mogą być ponownie zaangażowane w celu zapewnienia możliwie najwyższej stopy zwrotu z kapitałów. Druga faza objawiła się silną tendencją przedsiębiorstw do wykorzystywania wszelkich środków organizacyjnych i czynników ekonomicznych w celu realizacji wzrostu wielkości akumulacji finansowej i w konsekwencji wartości przedsiębiorstw na rynku.

Koncepcji SHV nie można wyjaśnić skutecznie jedynie poprzez model aktywności jednostek gospodarczych oparty na założeniach teorii efektywności ekonomicznej. SHV interpretuje się też jako zestaw praktyk związanych z rolą nadzoru właścicielskiego, który powiązany jest z procesami izomorficznymi napędzanymi czynnikami kulturowymi,

prawnymi i społecznymi. Ten zestaw przekonań i praktyk, uznany jako nowy model działalności przedsiębiorstw, przedstawia je nie tylko jako podmioty służące do generowania coraz wyższej stopy zwrotu, ale jako jednostki ekonomiczne służące do realizacji społecznie użytecznych zadań, spełniających oczekiwania odbiorców i otoczenia społecznego. Prymat interesów akcjonariuszy, głoszony w teorii agencji (Fama 1980; Jensen 1986), w której podmiot gospodarczy reprezentowany przez mianowany zarząd jest zobowiązany do przestrzegania oczekiwań akcjonariuszy, wymaga rozszerzenia o większą liczbę zleceniodawców (interesariuszy). Realizacja zasad społecznej odpowiedzialności biznesu powoduje w konsekwencji narastanie kosztów agencji z negatywnym ich wpływem na wartość przedsiębiorstw. Ponadto orientacja jednostek gospodarczych na SHV znajduje również odzwierciedlenie w nawiązywaniu stałych relacji między przedsiębiorstwami i analitykami finansowymi, co zwiększa liczbę audytów, kontroli i doradztwa finansowego. Przykładowo, dla spółek notowanych na giełdach europejskich liczba ta wzrosła ponad dwukrotnie w latach 1998–2013, co spowodowało wzrost kosztów agencji o 71% w badanym okresie (Salento 2014).

Last but not least koncepcja SHV, wymusiła wiele przekształceń wewnątrz organizacji. A. Salento (2014), opierając się na wynikach wywiadów przeprowadzonych z menedżerami dużych przedsiębiorstw europejskich działających w różnych sektorach wykazał, że zmiany organizacyjne w ostatnich trzydziestu latach polegały na odbieraniu zarządu spółek menedżerom technicznym i przekazywaniu go menedżerom finansowym. Zostały one wymuszone przez finansowych inwestorów instytucjonalnych. Presja instytucji finansowych w zakresie kierunków zmian struktury organizacyjnej przedsiębiorstw spowodowała rekonfigurację celów działalności przedsiębiorstw i zorientowanie ich aktywności na krótkoterminowe wyniki bieżące. Przeprowadzono również liczne działania outsourcingowe, w celu uzyskania gotówki ze sprzedaży wydzielonych części przedsiębiorstw na inwestycje finansowe. Przedsiębiorstwa zostały także ukierunkowane na ciągłe dostosowanie zasobów ludzkich do krótkoterminowych potrzeb i celów działania, co w konsekwencji zakończyło się silną redukcją zatrudnienia i wzrostem bezrobocia.

Uwagi końcowe

W latach 90. XX wieku nastąpiła dyfuzja semantycznego pojęcia wartości. Termin ten oznaczał wcześniej realizację społecznej misji działania przedsiębiorstw. Później był już jedynie kojarzony z paradygmatem neoklasycznej teorii finansów – dążenia do wzrostu wartości kapitałów zainwestowanych przez akcjonariuszy przy minimalnym ryzyku. Dyfuzja wartości zwiększyła świadomość zarządzających przedsiębiorstwami w zakresie konieczności podejmowania decyzji w celu zaspokajania oczekiwań inwestorów. Jest to prawdopodobnie najważniejszy wpływ koncepcji SHV na finansjalizację gospodarki. Zwolennicy koncepcji SHV podkreślają, że jedynie inwestorzy i doradcy finansowi są jej jedynymi beneficjentami.

Właściciele ze sfery finansowej często traktują swój udział w sferze realnej jednak przede wszystkim jako jedną z okresowych i alternatywnych form lokowania kapitału, a nie

jako długookresowe angażowanie się we własność z zamiarem rozwoju danej organizacji. W wielu źródłach literaturowych podkreślany jest więc szkodliwy wpływ upowszechnienia się idei SHV na finansjalizację. Nastąpiło zbyt silne przesunięcie akcentów w dyskusji o zarządzaniu z perspektywy interesariuszy na zaspokojenie interesu jednej, uprzywilejowanej grupy interesariuszy, którymi są właściciele przedsiębiorstw i inwestorzy (Palley 2007). W połączeniu z narastającą tendencją do skracania horyzontu czasowego podejmowanych decyzji inwestycyjnych doprowadziło to do nadmiernego wyeksponowania w analizie ekonomiczno-finansowej całej grupy wskaźników uwzględniających przede wszystkim krótkookresową zyskowność, a nie długookresową stabilność rozwoju danego przedsięwzięcia (Froud i in. 2000; Williams 2000). Powiązanie działań sprzyjających realizacji koncepcji SHV ze zjawiskiem finansjalizacji zostało w konsekwencji określone kapitalizmem inwestorów (Useem 1996) lub kapitalizmem powierniczym (Williams 2000).

Kwestia finansjalizacji przedsiębiorstw i realizacji przez nie zasad zarządzania wartością wymaga dalszej, zaawansowanej debaty środowisk ekonomicznych. Wydaje się, iż w szczególności powinny zostać omówione następujące kwestie:

1. Czy w kontekście finansjalizacji koncepcja SHV może być uznana za powszechnie akceptowalną racjonalną strategię pozwalającą przedsiębiorstwom realizować efektywny, długoterminowy wzrost i rozwój, czy jest to raczej swoistego rodzaju ideologia, która stała się podstawą ponadnarodowych trendów przeprowadzania zmian w stylu kierowania jednostkami gospodarczymi, sprawowania nadzoru korporacyjnego i kontroli finansowej, zmian w strukturze własności w celu wprowadzenia jak największej liczby instytucji i produktów finansowych do życia gospodarczego i organizacyjnego przedsiębiorstw?
2. Czy roszczenia i oczekiwania finansowe pracowników oraz menedżerów zostały skutecznie podporządkowane interesom akcjonariuszy?
3. Czy maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy w czasie finansjalizacji gospodarki nie jest działaniem sprzyjającym spadkowi racjonalnych zachowań inwestorów, szczególnie instytucjonalnych?

Podsumowując, dalsze badania nad przyczynami i skutkami finansjalizacji przedsiębiorstw umożliwią przeprowadzenie krytycznej dyskusji o współczesnej, późnej fazie kapitalizmu, paradygmatach neoklasycznej teorii finansów i licznych, związanych z nimi koncepcji zarządzania, w tym wartością dla akcjonariuszy.

Literatura

- Ackley G. (1951), *The Wealth – Saving Relationship*, „Journal of Political Economy”, April.
- Aglietta M. (2000), *Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions*, „Economy and Society” vol. 29, no. 1, s. 146–159.
- Aglietta M., Breton R. (2001), *Financial Systems, Corporate Control and Capital accumulation*, „Economy and Society” vol. 30, no. 2, s. 433–466.

- Boyer R. (2000), *Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis*, „Economy and Society” vol. 29, no. 1, s. 111–145.
- Casey T. (2011), *Financialization and the Future of the Neo-liberal Growth Model*, Political Studies Association Conference Proceedings.
- Crotty J. (1990), *Owner-Management Conflict and Financial Theories of Investment Instability: A Critical Assessment of Keynes, Tobin, and Minsky*, „Journal of Post Keynesian Economics” vol. 12, s. 519–542.
- Dembinski P. (2012), *Finansjalizacja – kłeska urodzaju w gospodarce*, <http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/debata/finansjalizacja-kleska-urodzaju-w-gospodarce> (24.01.2012).
- Dore R. (2008), *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press.
- Epstein G. (2006), *Introduction: Financialization and the World Economy*, w: *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham-Northampton, s. 3–16.
- Fama E.F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” vol. 88, s. 288–309.
- Falkowski M. (2011), *Financialization of Commodities*, „Contemporary Economics” vol. 5, no. 4, s. 4–17.
- Fligstein N. (2001), *The Architecture of Markets*, Princeton University Press, Princeton.
- Foster J.B. (2007), *The Financialization of Capitalism*, „Monthly Review” no. 11.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K. (2000), *Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves*, „Economy and Society” vol. 29, no. 1, s. 80–110.
- Gwiazdowski R. (2008), *Bankokracja*, „Przekrój”, 23.10.2014.
- Höpner M. (2001), *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*, Max Planck Institute for the Study of Societies, „Working Paper” no. 5.
- Hughes J. (2006), *Investor Interest Spurs New Commodity Indices*, „Financial Times” z 31.05.2014 r.
- Jajuga K. (2014), *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego*, w: *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, red. J. Czekaj i S. Owsiak, PWE, Warszawa, s. 147–157.
- Jensen M.J. (1998), *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, w: *The Revolution in Corporate Finance*, red. J. Stern, D. Chew, 3rd ed., Blackwell, Malden MA.
- Jensen M.J. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review” vol. 76, s. 323–329.
- Jensen M.J., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” vol. 3, s. 305–360.
- Kamela-Sowińska A. (2014), *Od rachunkowości do opisu gospodarczego*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 77 (133), Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa, s. 107–115.
- Kąsek L., Lubiński M. (2010), *Hyman Minsky – wczoraj i dziś*, „Współczesna Ekonomia – Contemporary Economics” vol. 4, no. 1, s. 5–20.
- Kowalik T. (2009), [www.Polska Transformacja.pl](http://www.PolskaTransformacja.pl), Warszawskie Wydawnictwo Literackie MUZA S.A., Warszawa.
- Krippner G. (2011), *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press, Oxford.
- Krippner G. (2005), *The Financialization of American Economy*, „Socio-Economic Review” no. 3, s. 173–208.
- Lazonick W., O’Sullivan M. (2000), *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, „Economy and Society” vol. 29, no. 1, s. 13–35.
- Mączyńska E. (2011), *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*, Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, nr 9, s. 43–70.
- Minsky H.P. (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper, no. 74.
- Modigliani F., Ando A. (1963), *The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, „American Economic Review” vol. 53.
- Modigliani F., Brumberg R. (1954), *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*, w: „Post Keynesian Economics”, red. K. Kurihara, Rutgers University Press, New Brunswick NJ.
- Morin F. (2000), *A Transformation in the French Model of Shareholding and Management*, „Economy and Society” vol. 29, no. 1, s. 36–53.
- Orhangazi O. (2008), *Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003*, „Cambridge Journal of Economics” vol. 32, s. 863–886.
- Paley T.I. (2007), *Financialization: What It Is and Why It Matters*, The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies Working Paper, no. 525, Washington DC.
- Rappaport A. (1998), *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New York.

- Ratajczak M. (2014), *Ekonomia i edukacja ekonomiczna w dobie finansyzacji gospodarki*, „*Ekonomista*” no. 2, s. 207–220.
- Ratajczak M. (2012), *Finansyzacja gospodarki*, „*Ekonomista*” no. 3, s. 281–301.
- Rauh J.D., Kaplan S.N. (2010), *Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?*, „*Review of Financial Studies*” vol. 23, s. 1004–1050.
- Salento A. (2014), *Financialization of Companies and Shareholders Value Maximization in Italy*, <http://ssrn.com/abstract=2375113>.
- Stockhammer E. (2013), *Financialization and the Global Economy*, w: *The Political Economy of Financial Crises*, red. M.H. Wolfson, G.H. Epstein, Oxford University Press, New York, s. 512–525.
- Stockhammer E. (2004), *Financialization and the Slowdown of Accumulation*, „*Cambridge Journal of Economics*” vol. 28, s. 719–741.
- Stockhammer E. (2005), *Shareholder Value Orientation and the Investment-Profit Puzzle*, „*Journal of Post Keynesian Economics*” vol. 28, s. 193–215.
- Tobin J. (1961), *Money, Capital, and Other Stores of Value*, „*American Economic Review*” vol. 51, s. 26–37.
- Tobin J., Brainard W. (1963), *Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Control*, „*American Economic Review*” vol. 53, s. 383–400.
- Tomaskovic-Devey D., Lin K.H. (2012), *Income Inequality, Economic Rents and the Financialization of the US Economy*, „*American Sociological Review*” vol. 76, s. 539–559.
- Toporowski J., *Moja Polska i moje podejście do ekonomii*, http://www.pte.pl/314_ekonomisci_polscy_w_swiecie_pte.html (20.02.2012).
- Useem M. (1996), *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, Basic Books, New York.
- Van Treeck T. (2008), *Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-led Economies: an ARDL-based Approach*, „*Metroeconomica*” vol. 59, s. 371–404.
- Williams K. (2000), *From Shareholder Value to Present-day Capitalism*, „*Economy and Society*” vol. 29, no. 1, s. 1–12.
- Wiśniewski P. (2014), *Nowe miary finansjalizacji*, w: *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, s. 325–333.
- Wray L.R. (2008), *Macroeconomics Meets Hyman P.Minsky: The Financial Theory of Investment*, The Levy Economics Institute and University of Missouri–Kansas City, „*Working Paper*” no. 543.
- Wrześniński M. (2014), *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, w: *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa, s. 293–306.
- Zaremba A. (2013), *Is Financialization Killing Commodity Investments?*, November 4th, <http://ssrn.com/abstract=2349903>.

THE SHAREHOLDER VALUE INFLUENCE ON FINANCIALIZATION OF COMPANIES

Abstract: The article aim is to discuss the impact of the shareholder value management on the real economy financialisation, especially the financialisation of companies. Article has a cognitive character. It presents author point of view on this subject, based on the literature review. Consequently, the article can contribute to a deeper and critical discussion about the influence of shareholder value management on contemporary enterprises behavior changes and degree of their economic activity financialisation.

Keywords: financialization, shareholder value, value based management

Cytowanie

- Szczepankowski P. (2015), *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „*Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 497–510; www.wneiz.pl/frfu.