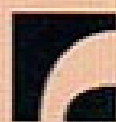


ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA



A STRUKTURA AKCJONARIATU



CeDeWu



CEDEWU.PL

ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA

A STRUKTURA AKCJONARIATU

PRACA ZBIOROWA

RECENZENCI

PROF. DR HAB. ANDRZEJ HERMAN

PROF. DR HAB. JERZY BIELIŃSKI

Recenzenci: Prof. dr hab. Andrzej Herman
Prof. dr hab. Jerzy Bieliński

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autorów i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autorzy dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I papierowe, Warszawa 2001
ISBN 83-87885-20-7

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-054-5

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Fax: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Fax: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Made in Poland

Spis treści

Wprowadzenie	7
--------------------	---

Część I. Wpływ struktury akcjonariatu na zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – szanse i zagrożenia 11

1. Struktura rynku kapitałowego i akcjonariatu a zarządzanie wartością spółki – Leszek Pawłowicz	13
1.1. Struktura rynku kapitałowego a zarządzanie wartością	14
1.2. Struktura akcjonariatu a zarządzanie wartością	16

2. Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wynik badań) – Elżbieta Mączyńska, Lesław Pietrewicz	19
2.1. Gwałtowność i globalny wymiar przemian	20
2.2. Zysk to obietnica a nie gwarancja sukcesu	22
2.3. Tendencje światowe a warunki lokalne.	24
2.4. Hipotezy badawcze oraz zakres badań.	25
2.5. Kierunek zależności między sytuacją ekonomiczną przedsiębiorstw a ich strukturą własnościową – wyniki badań.	26
2.6. Cele przedsiębiorstw przed i po przekształceniach	27
2.7. Jakość nadzoru właścicielskiego a zarządzanie wartością	29
2.8. Zarządzanie zasobami ludzkimi a tworzenie wartości.	30
2.9. Nośnik wartości i rezultaty zarządzania wartością	31

3. Inwestorzy indywidualni a zarządzanie wartością firmy – Danuta Dziawgo .	35
3.1. Geneza koncepcji zarządzania wartością – ewolucja kapitalizmu	35
3.2. Modela zewnętrznego finansowania firm	36
3.3. Ewolucja koncepcji zarządzania przez wartość.	36
3.4. Znaczenie inwestorów indywidualnych	37
3.5. Znaczenie inwestorów indywidualnych na GPW w Warszawie.	38
3.6. Inwestorzy indywidualni a Kodeks Spółek Handlowych – wybrane aspekty	40
3.7. Formy organizacyjne działań inwestorów indywidualnych.	42
3.8. Struktura inwestorów a wartość rynkowa firmy.	44

4. Struktura własnościowa kapitału i jej wpływ na podstawowe czynniki ekonomiczne przedsiębiorstwa na podstawie spółek pracowniczych regionu kujawsko-pomorskiego – Witold Goszka, Wojciech Popławski.	47
4.1. Struktura własności kapitału a wyniki ekonomiczne badanych spółek	48
4.2. Wnioski	52
5. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w transakcjach finansowych długiem – Cezary Suszyński, Dariusz Walczuk	55
5.1. Charakterystyka przejść z wykorzystaniem dźwigni finansowej	55
5.2. Wartość przedsiębiorstwa a struktura kapitałowa	61
5.3. Ocena płynności finansowej planowanego przedsięwzięcia.	63
5.4. Kierunki restrukturyzacji przedsiębiorstwa w inwestycjach LBO	64
5.5. Warunki rozwoju transakcji LBO w Polsce.	65
5.6. Uwarunkowania o charakterze rynkowym – pożądany profil kandydatów do wykupu LBO.	66
5.7. Uwarunkowania o charakterze instytucjonalnym – rozwój rynku kapitałowego.	67
6. Wpływ przejęć na wartość firmy na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie – Andrzej Rutkowski.	69
6.1. Przesłanki fuzji i przejęć.	69
6.2. Przejęcie a zmiana ceny akcji	70
6.3. Przejęcie a wartość fundamentalna (wewnętrzna) firmy	71
6.4. Przejęcia na polskim publicznym rynku kapitałowym	75
6.5. Przejęcie a ceny akcji	76
6.6. Wyniki finansowe przejętych spółek.	76
6.7. Wnioski	78
7. Fuzje i podziały w świetle zarządzania wartością – Leszek Pawłowicz	81
 Część II. Corporate Governance a zarządzanie wartością przedsiębiorstwa	 89
8. Nadzór korporacyjny i tendencje jego zmian w wybranych krajach – Magdalena Jerzemowska	91
8.1. Analiza porównawcza nadzoru korporacyjnego w krajach "Wielkiej piątki". 91	
8.2. Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym.	94
9. Władztwo korporacyjne – rozwój, modele, znaczenie – Joanna Pioch.	101
9.1. Definicja i geneza władztwa korporacyjnego	101
9.2. Rozwój teorii władztwa korporacyjnego – corporate governance.	102

9.3. Porównanie anglosaskiego i europejskiego modelu władztwa korporacyjnego	104
9.4. Teoria dwóch modeli a władztwo korporacyjne różnych gospodarek . . .	105
9.5. Władztwo korporacyjne jako źródło przewagi konkurencyjnej	106
9.6. Władztwo korporacyjne a kreowanie wartości dla akcjonariuszy	107

10. Model przedsiębiorstwa, system nadzoru korporacyjnego a tworzenie wartości dla akcjonariuszy – Elżbieta Maria Wrońska 109

11. Możliwe kierunki kształtowania się nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach akcyjnych notowanych na GPW w kontekście kreowania wartości dla akcjonariuszy – Joanna Próchniak 117

11.1. Definicja i znaczenie corporate governance	117
11.2. Znaczenie struktury akcjonariatu w modelu anglosaskim i niemieckim . .	118
11.3. Aktywny nadzór właścicielski jako przejaw polityki tworzenia wartości dla akcjonariuszy	120
11.4. Struktura akcjonariatu polskich spółek publicznych	121
11.5. Praktyka i perspektywy rozwoju corporate governance w Polsce	122

Część III. Problemy definiowania i migracji wartości przedsiębiorstwa 127

12. Co środowiska akademickie zarzucają ekonomicznej wartości dodanej – Tadeusz Dudycz 129

12.1. Związek EVA z NPV	129
12.2. EVA a DCF	131
12.3. Potencjalne konflikty pomiędzy EVA a wartością firmy	133

13. Podstawowe czynniki kreujące wartość przedsiębiorstwa – Jan Śliwa, Sławomir Wymysłowski 137

13.1. Zwiększone wartości przedsiębiorstwa a obszary kreowania przychodów	141
13.2. Zwiększone wartości przedsiębiorstwa poprzez optymalizację procesów wytwórczych	141
13.3. Zwiększone wartości przedsiębiorstwa poprzez wyzwolenie płynnych środków finansowych	142

14. Mierniki oceny powodzenia restrukturyzacji – Mariusz Chmielewski 145

15. Wartość przedsiębiorstwa i wartość firmy w sprawozdawczości finansowej – Józefa Famielec 163

15.1. Przedsiębiorstwo i firma jako nośnik wartości	163
15.2. Sprawozdania finansowe jako źródło informacji o wartości przedsiębiorstwa i wartości firmy	166

15.3. Wartość księgowa przedsiębiorstwa	169
15.4. Wartość firmy	170
15.5. Wartość firmy w procesie łączenia spółek	171
15.6. Wartość firmy jednostek powiązanych (w skonsolidowanych sprawozdaniach)	173
15.7. Amortyzacja wartości firmy	174
15.8. Podatkowe konsekwencje wartości firmy	175
16. Potrzeba i sposoby modyfikacji gotówkowej wartości dodanej w erze informacji – Wanda Skoczylas	177
16.1. Założenia koncepcji gotówkowej wartości dodanej	177
16.2. Istota i pomiar aktywów niematerialnych	180
16.3. Koncepcja Real Asset Value Enhancer (RAVE) w sterowaniu wartością przedsiębiorstwa	181
17. Stopa zwrotu i koszt kapitału – najważniejsze aspekty zarządzania wartością dla akcjonariuszy w polskich spółkach publicznych – Andrzej Cwynar, Wiktor Cwynar	185
17.1. Koszt kapitału	186
17.2. Szacunki kosztu kapitału własnego na polskim rynku kapitałowym analiza wyników badań	192
18. Wpływ strategii marketingowych na migrację wartości przedsiębiorstwa – Barbara Dobiegała-Korona	197
18.1. Tworzenie wartości przedsiębiorstwa a strategię marketingu	197
18.2. Cykle migracji i wartości a strategię marketingowe	199
18.3. Przesłanki migracji wartości przedsiębiorstwa	202
19. Migracja dochodowości akcji na rynku kapitałowym – Elżbieta Ostrowska	207
19.1. Przyczyny migracji wartości akcji	207
19.2. Skutki migracji wartości akcji, czyli mapa ryzyko-dochód	209

Od wydawcy

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa tzw. *Value Based Management* powstało w odpowiedzi na pojawiające się w praktyce problemy związane z oddzieleniem własności od zarządzania i wiążącą się z tym zjawiskiem rozbieżnością celów kierownictwa firmy i jej właścicieli. Idea zarządzania nakierowanego na kreowanie wartości dla akcjonariuszy poprzez zwiększanie rynkowej wartości firmy oraz dochodu jej właścicieli integruje koncepcję planowania strategicznego z szeroko stosowanymi technikami wyceny.

Wdrożenie VBM jest warunkiem niezbędnym dla polepszenia konkurencyjności oraz perspektyw rozwoju współczesnych przedsiębiorstw. Zarządzanie wartością firmy to również niezwykle efektywne narzędzie sprawowania nadzoru właścicielskiego, pozwalające weryfikować wyniki pracy zarządu przy pomocy precyzyjnych mierników opartych na wartości dodanej, takich jak: *Market Value Added*, *Economic Value Added* itp.

Treść książki podzielona została na trzy części w których omówione zostały problemy dotyczące zarządzania wartością w przedsiębiorstwach w zależności od struktury akcjonariatu, problematyka *corporate governance* oraz zagadnienia definiowania i migracji wartości.

W każdej części zaprezentowane zostały autorskie opracowania pracowników naukowych różnych polskich uczelni, które prezentują dorobek teoretyczny i praktyczne problemy zarządzania wartością z perspektywy doświadczeń przedsiębiorstw w skali światowej i polskiej praktyki gospodarczej.

Mamy nadzieję, że przedstawione opracowania będą służyły upowszechnieniu wiedzy na temat zarządzania wartością przedsiębiorstwa ze szczególnym uwzględnieniem wpływu struktury akcjonariatu dla wdrożenia i praktycznego wykorzystania tej koncepcji.

Część



Wpływ struktury akcjonariatu na zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – szanse i zagrożenia

I. Struktura rynku kapitałowego i akcjonariatu

a zarządzanie wartością spółki

Leszek Pawłowicz*

Wynik sporów wokół koncepcji *shareholders* i *stakeholders* wydaje się być przesądzony przez nasilające się procesy liberalizacji i globalizacji. Globalni inwestorzy portfelowi mają dziś środki techniczne umożliwiające im inwestowanie w dowolnym miejscu na ziemi, a swoboda inwestowania ograniczona jest głównie płynnością i reputacją rynków i instytucji, w które mogą lokować posiadane kapitały. Nowe technologie telekomunikacyjne i informatyczne oraz rosnąca przejrzystość rynków kapitałowych spowodują, że wkrótce zanikną ograniczenia w alokacji zasobów, a konkurencja w pozyskiwaniu kapitału zbliży się do modelu konkurencji doskonałej. W tych warunkach trudno sobie wyobrazić możliwość przetrwania w dłuższym okresie przedsiębiorstw, które nie kierowałyby się imperatywem inwestorów, a więc podporządkowaniem wszystkich działań jednemu nadrzędnemu celowi, którym jest maksymalizacja wartości firmy dla akcjonariuszy w długim okresie. Przedsiębiorstwa takie utraciłyby bowiem pozycję konkurencyjną na rynku pozyskiwania kapitału, a co za tym idzie traciłyby stopniowo możliwości rozwojowe.

Realizacja innych priorytetów, a więc wzrostu wartości firmy dla klientów, pracowników oraz społeczności lokalnych, która osłabiałaby pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa na rynku pozyskiwania kapitału jest działaniem krótkookresowym, zmniejszającym w dłuższym okresie wartość firmy dla wszystkich grup interesów, powodującym w rezultacie zrównanie wszystkich "w biedzie". Trzeba wyraźnie powiedzieć: wybór koncepcji *shareholders* nie ma nic wspólnego ze sprawiedliwością, stanowi natomiast logiczną konsekwencję podporządkowującą rozwój przedsiębiorstwa prawom rynku. Realizacja postulatów sprawiedliwości społecznej w sferze tworzenia wartości, a nie w sferze jej podziału, prowadziła zawsze do skutków innych niż oczekiwane.

Zarządzanie wartością wymaga ciągłych działań wzmacniających pozycję konkurencyjną na rynku pozyskiwania kapitałów, a więc działań ukierunkowanych na wzrost wartości dla akcjonariuszy. Warunkiem skuteczności takich działań jest oczywiście zapewnienie harmonii i odpowiedniego poziomu satysfakcji dla wszystkich innych grup interesów: pracowników, klientów i społeczności lokalnych.

Mimo, iż wielu teoretyków i praktyków gospodarczych wyraża się z nieukrywanym wstrętem o maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, nie wydaje się aby traktowali oni koncepcję *stakeholders* jako realną długookresową alternatywę.

* Uniwersytet Gdański

Nie sposób jednak nie zgodzić się z argumentami, które wymagają spojrzenia na koncepcję *shareholders* przez pryzmat realnych uwarunkowań nie tylko społecznych ale i historycznych oraz regulacyjnych. Na fakt, że spór między zwolennikami koncepcji *shareholders* i *stakeholders* ma wymiar nie tylko teoretyczny zwraca uwagę Hilmar Kopper [1], przypominając że pluralistyczne podejście do celów przedsiębiorstw w Niemczech znalazło odzwierciedlenie w regulacjach prawnych, zapewniających pracownikom dużych przedsiębiorstw pięćdziesięcioprocentowy udział w radach nadzorczych.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, w którym połowa mandatów w radzie nadzorczej należy do przedstawicieli akcjonariuszy, a połowa do pracowników, wymaga szczególnych umiejętności zarządczych oraz tworzenia systemów łączących interesy akcjonariuszy i pracowników. Problem ten stanowi jedynie przykład wpływu zróżnicowanych systemów nadzoru korporacyjnego na praktyczne aspekty zarządzania wartością firmy.

1.1. Struktura rynku kapitałowego a zarządzanie wartością

Można postawić tezę, że tempo upowszechnienia się koncepcji Shareholder Value (SHV) w poszczególnych krajach będzie w najbliższych latach zróżnicowane i uzależnione od istotnym stopniu od tradycyjnej struktury sektora finansowego w tych krajach. Generalnie przyjmuje się, że są dwa modele struktury sektora finansowego. Pierwszy tzw. anglosaski charakteryzujący się wiodącą rolą rynku kapitałowego w alokacji kapitału, coraz większą koncentracją kapitału w ręku inwestorów instytucjonalnych oraz kontrolą przedsiębiorstw przez fuzje i przejęcia, często wrogie. Depozyty bankowe nie stanowią tam dominującej formy oszczędności obywateli, którzy inwestują je bądź bezpośrednio w akcje i obligacje, bądź korzystając z pośrednictwa głównie instytucji niebankowych, w szczególności funduszy inwestycyjnych. Typowe przykłady to Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. W Wielkiej Brytanii kapitalizacja giełdy papierów wartościowych (ponad 2000 spółek) stanowi 124% PKB, zaś średnia w Unii Europejskiej 44% PKB (w USA ok. 94%). Ponad połowa przejęć w Europie miała miejsce w Wielkiej Brytanii [2].

Drugi model struktury sektora finansowego, popularny w Niemczech, Japonii i w znacznej części kontynentalnej Europy charakteryzuje się dominującą rolą banków, które są tam również dominującymi inwestorami na rynku akcji i obligacji. Rynki kapitałowe są mniej płynne i często mniejsze. Kapitał koncentruje się w rękach banków, rządów i rodzin. "Na przykład we Włoszech 60% łącznej kapitalizacji rynkowej dotyczy udziałów większościowych, podczas gdy wielkość ta dla USA i Wielkiej Brytanii wynosi tylko 5%. Pięciu największych akcjonariuszy włoskich spółek giełdowych dzierży łącznie 90% akcji, w porównaniu z 21% w Wielkiej Brytanii" [3]. W krajach tych tradycyjnie dominuje filozofia *stakeholdersvalue*, mimo iż w ostatnich 2–3 latach liderzy biznesowi, dostrzegając zagrożenie swoich pozycji konkurencyjnych, rozpoczęli wdrażanie programów SHV.

[1] H. Kopper, "Rola zarządu i rady nadzorczej w zarządzaniu wartością banku"; referat na seminarium Gdańskiej Akademii Bankowej "Zarządzanie wartością banku a struktura akcjonariatu – rola rady nadzorczej i zarządu banku", Gdańsk 15–16.04.1999.

[2] A. Black i in., W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy, Warszawa 2000 s. 26.

[3] A. Black i in. op.cit. s. 27.

W warunkach Polski, a także większość krajów kontynentalnej Europy gdzie alokacja kapitału odbywa się głównie przez banki komercyjne, gdzie banki są głównymi inwestorami nie tylko na rynku kredytowym ale również na rynku akcji, obligacji i innych instrumentów dłużnych, ze wszech miar pożądana byłaby aktywna rola banków w upowszechnianiu wdrażania zarządzania wartością w instytucjach niefinansowych.

Generalnie jednak głównym czynnikiem wzmagającym presję na zarządy jest zmiana struktury akcjonariatu w kierunku wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych, szczególnie zaś funduszy inwestycyjnych, w tym emerytalnych. Instytucjonalni inwestorzy posiadają 57% akcji amerykańskich spółek publicznych, ponad 80% brytyjskich i japońskich. Oszczędzający w funduszach oczekują, że fundusze będą maksymalizować swoje wyniki, z kolei fundusze domagają się coraz większej wartości od spółek, w które inwestują. Oczekiwania akcjonariuszy wobec zagranicznych spółek – inwestorów strategicznych w polskich przedsiębiorstwach, będą automatycznie przekształcały się w oczekiwania wobec zarządów przedsiębiorstw krajowych. Oczekiwania akcjonariuszy wobec spółki "matki" będą przekształcały się w oczekiwania i presję wobec podmiotów zależnych i afiliowanych.

Presję strategicznych inwestorów zagranicznych (głównie z rynków anglosaskich, na których dominujący jest udział inwestorów instytucjonalnych) w kierunku VBM, będą wzmacniały zmiany struktury krajowego rynku kapitałowego. Można oczekiwać, że po roku 2005 udział inwestorów instytucjonalnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie będzie zbliżony do struktury rynku w krajach anglosaskich.

Tablica I-1. Prognoza udziału inwestorów instytucjonalnych w GPW w Warszawie do roku 2005

Kategoria klientów/lata	Procentowy udział inwestorów instytucjonalnych na GPW	
	rok 2000	rok 2005
Klienci instytucjonalni	70,2%	73,0%
w tym zagraniczni inwestorzy instytucjonalni (udział w całości obrotów)	29,3%	29,7%

Źródło: M. Cholewa, A. Mokrzycki "Perspektywy rozwoju wybranych segmentów rynku Corporate Finance w Polsce w latach 2001–2005 w ocenie banków komercyjnych" w: pr. zb. pod red. Leszka Pawłowicza Perspektywy rozwoju bankowości korporacyjnej do roku 2005; IBnGR 2001. Materiały niepublikowane.

Istotne znaczenie dla zmian struktury rynku kapitałowego w Polsce, a co się z tym wiąże presji na wdrażanie VBM w polskich firmach, będą miały inwestycje otwartych funduszy emerytalnych. Według Salomon Smith Barney, towarzystwa emerytalne zainwestują na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w roku 2005 – 16,9 mld zł, tj ok. 10% obecnego poziomu kapitalizacji giełdy. Rozporządzenie Ministerstwa Finansów, ograniczyło do 5% aktywów możliwości inwestowania funduszy za granicą. Spowoduje to szybki wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na GPW w Warszawie. Należy oczekiwać dwojakiego rodzaju presji na spółki publiczne. Po pierwsze, towarzystwa emerytalne będą zainteresowane pełnieniem roli aktywnych inwestorów i będą wprowadzać swoich przedstawicieli do rad nadzorczych. Po drugie, wycofanie się ze spółki funduszy emerytalnych, wskutek niezadowolenia z wyników zarządzania, będzie w istotny sposób wpływało na kursy akcji, a więc na wartość dla pozostałych akcjonariuszy. Naturalnym kryterium zachowań funduszy emerytalnych będzie oczekiwany wzrost wartości firm, w które zainwestowane zostały składki emerytalne.

I.2. Struktura akcjonariatu a zarządzanie wartością

Struktura akcjonariatu stanowi jeden z najważniejszych czynników determinujących praktyczne wdrożenie VBM. Generalnie akcjonariat zinstytucjonalizowany ma znacznie większe potencjalne możliwości wywierania presji na zarząd spółki. Mimo, że na polskim rynku kapitałowym rośnie udział inwestorów instytucjonalnych, to wciąż ich wpływ na zarządy przedsiębiorstw uważany jest za niewielki. Z badań A. i W. Cwynar wynika małe znaczenie rad nadzorczych i ich bierna postawa w stosunku do kierunków rozwoju przedsiębiorstw, mimo relatywnie dużej koncentracji własności [4].

Tablica I-2. Spółki giełdowe wg udziału podmiotu dominującego (koniec 2000)

Udział podmiotu dominującego w %	Liczba spółek	Udział w %
5,0 – 10,0	5	2,1
10,1 – 25,0	61	25,9
25,1 – 50,0	94	39,8
50,1 – 75,0	49	20,8
75,1 – 90,0	14	5,9
> 90,0	13	5,5
Razem	236	100

Źródło: W. Cwynar: Ekonomiczna i rynkowa ... ; op. cit. s. 242.

W wielu polskich spółkach istotną rolę odgrywa właściciel państwowy. Jednocześnie, w tych spółkach w których rozpoczęto wdrażanie VBM impuls pochodził najczęściej ze strony zagranicznego akcjonariusza strategicznego [5].

Warunkiem koniecznym wdrożenia zarządzania wartością przez przedsiębiorstwa jest pełna ich prywatyzacja. Właściciel państwowy nie jest w stanie stworzyć presji na zarządy w kierunku podnoszenia wartości. Priorytety właściciela państwowego są często niejasne, na ogół o politycznym charakterze, co więcej zmieniają się w cyklu zbliżonym do okresu kadencji władz politycznych. Prywatyzacja nie jest jednak warunkiem dostatecznym. Badania empiryczne dowodzą, że nie sam fakt prywatyzacji lecz jakość inwestorów decyduje o polaryzacji wyników działalności gospodarczej [6]. Procesy transformacji gospodarki polskiej przebiegały różnymi ścieżkami i doprowadziły do obecnej struktury własnościowej przedsiębiorstw w sposób praktycznie niekontrolowany. Rzeczywistość gospodarcza negatywnie oceniła Program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Procesy restrukturyzacji przedsiębiorstw i banków na bazie bankowego postępowania ugodowego oceniane są niejedno-

[4] W. Cwynar: Ekonomiczna i rynkowa wartość dodana jako mierniki oceny rezultatów przedsiębiorstwa, praca doktorska SGH, Warszawa 2001 s. 242.

[5] A. Cwynar, W. Cwynar: Stopa zwrotu i koszt kapitału, najważniejszy aspekt zarządzania wartością dla akcjonariuszy w polskich spółkach publicznych. Materiały konferencyjne – Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu, UG/SGH, Gdańsk 2001.

[6] Por. szerzej E. Mączyńska, L. Pietrewicz: Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe. Materiały konferencyjne – Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu, UG/SGH, Gdańsk 2001.

znacznie [7]. Niewątpliwą ich zaletą był jednak wzrost wartości banków i stabilizacja systemu finansowego.

Prywatyzacja kapitałowa wiązała się i ciągle wiąże się z burzliwą dyskusją dotyczącą rozproszenia lub koncentracji własności w rękach inwestorów krajowych i zagranicznych. Być może warto umiejscowić tę dyskusję na tle wyników badań nad migracją dochodowości akcji na polskim rynku kapitałowym. W badaniach prowadzonych przez prof. E. Ostrowską spółki giełdowe podzielone zostały na osiem sektorów [8]. Z przeprowadzonej analizy dochodu i ryzyka poszczególnych sektorów wynika, że najbardziej atrakcyjny dla inwestorów był sektor bankowy (badaniom poddano akcje 54 spółek notowanych na rynku podstawowym GPW w Warszawie w latach 1998–99). Dlatego uzasadniona wydaje się dokładniejsza identyfikacja argumentów przemawiających za rozproszoną strukturą akcjonariatu jak i za skoncentrowaną własnością wyrażającą się w posiadaniu kontrolnego pakietu akcji przez branżowego inwestora strategicznego. Naturalnie przez inwestora strategicznego rozumie-

Tablica 1-3. Argumenty przemawiające za posiadaniem w strukturze akcjonariatu banku renomowanego inwestora strategicznego

- większa odporność banku na naciski polityczne
- większe zaufanie klientów i wyższa wiarygodność na rynkach międzynarodowych
- korzystanie z know-how i doświadczeń zagranicznego partnera strategicznego, dopływ wartościowej technologii, ułatwienia w pozyskaniu i przyswajaniu nowych rozwiązań w bankowości
- stabilność banku i mniejsze prawdopodobieństwo kryzysu bankowego
- dostęp do tańszych środków finansowych eurorynków walutowych
- możliwość wydatnego powiększenia kapitałów banku
- szansa na szybszą poprawę jakości usług
- dostęp do zasobów (wiedzy, kapitału, kontaktów) partnera
- umożliwienie włączenia krajowych instytucji finansowych w procesy globalne i ochrona przed marginalizacją banku do rynku lokalnego
- wsparcie w warunkach rosnącej konkurencji
- poprawa zarządzania bankiem, w szczególności procesem planowania strategicznego i operacyjnego oraz zarządzania ryzykiem finansowym
- podnoszenie kwalifikacji personelu poprzez racjonalizację kryteriów decyzji strategicznych i operacyjnych
- ochrona przed wrogim przejęciem
- większa łatwość w restrukturyzacji zatrudnienia
- mniejsza swoboda w kontrolowaniu banku przez zarząd

Źródło: Opracowanie własne.

[7] E. Mączyńska, L. Pietrewicz, op. cit., a także M. Chmielewski: Bankowe postępowanie ugodowe w restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw; praca doktorska, UG Gdańsk 2001.

[8] Por. szerzej E. Ostrowska: Migracja dochodowości akcji na rynku kapitałowym. Materiały konferencyjne Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu, UG/SGH, Gdańsk 2001.

my inwestora renomowanego, który zbyt wiele ma do stracenia, by naśladować casus Banku Staropolskiego. W celu identyfikacji argumentów "za i przeciw" poprosiliśmy o wyrażenie opinii grupę osiemnastu ekspertów finansowych (w tym pięciu prezesów dużych banków) w ramach badań autora nad perspektywami rynków finansowych prowadzonych metodą delficką. Syntetyczne wyniki przedstawiają tablice 1-3 i 1-4.

Tablica 1-4. Argumenty przemawiające za brakiem inwestora strategicznego w strukturze akcjonariatu banku

- mniejsza presja inwestorów strategicznych niż portfelowych na zwrot z kapitału, co może odbić się pogorszeniem efektywności sektora
- nierozeznanie inwestora strategicznego w lokalnej specyfice. Brak inwestora strategicznego to większa zdolność absorpcji ryzyka lokalnego, rozwoju produktów dostosowanych do lokalnego klienta
- konieczność rozwijania narodowych instytucji finansowych reinwestujących oszczędności lokalne na potrzeby rozwoju lokalnego
- możliwość faworyzowania przez inwestora strategicznego interesu określonych podmiotów i ukryte przemieszczanie zysku za granicę, brak inwestora strategicznego oznacza mniejsze ryzyko działań niekorzystnych dla pozostałych akcjonariuszy, deponentów i budżetu
- niebezpieczeństwo powstania w kierownictwie banku postaw konformistycznych względem nie zawsze trafnych pomysłów partnera strategicznego
- niebezpieczeństwo bezkrytycznego przenoszenia metod i rozwiązań stosowanych przez partnera w jego własnym kraju
- zbyt duże uzależnienie krajowego sektora bankowego od inwestorów z jednego kraju
- brak uzależnienia większych kredytów od interesów akcjonariuszy „banku matki”
- zagraniczny inwestor strategiczny sprowadzi rolę banku wyłącznie do roli banku lokalnego (krajowego) bez możliwości korzystania (nawet w perspektywie) z dobrodziejstw globalizacji
- działalność banku podporządkowana zostanie celom zagranicznej centrali, które mogą być w kolizji z interesami kraju
- możliwość realizacji własnej strategii rozwoju oraz zawierania aliansów strategicznych
- większa płynność akcji w obrocie
- wzrost roli krajowych źródeł finansowania klientów korporacyjnych (ograniczenie zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw)

Źródło: Opracowanie własne.

Nie polemizując z przedstawionymi wyżej argumentami warto podkreślić, że na krajowym rynku bankowym lepsze wyniki w ostatnich latach osiągają banki posiadające w strukturze akcjonariatu renomowanego inwestora strategicznego, pomimo jak się wydaje słabszej presji na szybką poprawę wyników ze strony inwestorów strategicznych w porównaniu z inwestorami portfelowymi. Stwierdzenia tego nie należałoby jednak generalizować, ponieważ nie ma merytorycznych podstaw do ekstrapolacji dotychczasowego trendu, a także ze względu na fakt, że na wartość banku wpływa wiele innych czynników poza strukturą akcjonariatu.

2. Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)

Elżbieta Mączyńska*, Lesław Pietrewicz**

Podstawą referatu były wyniki badań przedsiębiorstw, obejmujące cały, tj. ponad 10-letni okres transformacji (od 1990 r.) a także najnowsze dostępne dane dotyczące sytuacji gospodarczej w Polsce [1]. Ukazują one ogólnie mało optymistyczny obraz przedsiębiorstw (dotyczy to zwłaszcza działalności produkcyjnej), wskazujący, że firmy polskie nie są przygotowane do wyzwań globalizacyjnych [2]. W badanym okresie transformacji (1990–99) restrukturyzacja objęła większość przedsiębiorstw oraz dotyczyła wielu aspektów ich działania. Była ona jednak dość płytka – nie wiązała się z głębokimi zmianami technologicznymi. Restrukturyzacja miała głównie charakter "obronny", w przeciwieństwie do restrukturyzacji strategicznej, która umożliwiałaby przedsiębiorstwom prosperowanie w dłuższym horyzoncie czasowym [3]. Równocześnie pogłębia się polaryzacja przedsiębiorstw pod względem uzyskiwanych wyników (także w ramach tych samych grup własnościowych). Wyraźne jest także zróżnicowanie rezultatów w zakresie kształtowania wartości przedsiębiorstw. To właśnie zagadnienie jest przedmiotem prezentowanego referatu. Do niedawna w Polsce z przyczyn niejako naturalnych (podstawowa z nich to słabo rozwinięty rynek kapitałowy) nie podejmowano (przynajmniej nie na dużą skalę) kompleksowych badań empirycznych dotyczących zarządzania wartością przedsiębiorstw. Niniejsza praca ma, w założeniu autorów, przynajmniej częściowo wypełnić tę lukę. Jej celem jest analiza zachowań przedsiębiorstw (i ich uwarunkowań) istotnych z punktu widzenia tworzenia wartości, ze szczególnym uwzględnieniem aspektów własnościowych. Zasadność i potrzeba tego typu badań narasta wraz z postępującym (w skali światowej ale i lokalnej) syndromem oderwania własności od zarządzania i kontroli, przy równoczesnym wzroście możliwości inwestowania w wartość. W warunkach postępujących procesów globalizacji i nowego paradygmatu rozwojowego

* Szkoła Główna Handlowa, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN

** Instytut Nauk Ekonomicznych PAN

[1] Badania były prowadzone w latach 1997–2000 w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk – w ramach projektu badawczego realizowanego na wniosek Ministra Skarbu Państwa i przyjętego do finansowania na podstawie konkursu przez Komitet Badań Naukowych decyzją nr Z189/H02/97/09 z 29 października 1997 r. jako: PBZ-001-09: Procesy restrukturyzacji dużych przedsiębiorstw.

[2] Por. Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej w 2000 roku wraz z elementami prognozy na 2001 rok, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Departament Monitorowania i Analiz, Warszawa, marzec 2001 r. s.14.

[3] M. Belka: Doświadczenia polskiej transformacji – mikroekonomiczne podstawy i makroekonomiczne uwarunkowania. R. 1., syntetyzującej te badania publikacji książkowej.

(gospodarka oparta na wiedzy), syndrom ten w zależności od skali i kierunków przemian będzie się nasilał lub/ i przyjmował inne formy.

2.1. Gwałtowność i globalny wymiar przemian

Siłę i możliwości gospodarki kształtuje współczesny rozwój naukowo-techniczny, sprzyjający międzynarodowemu przepływowi kapitałowym i globalizacji. Wszystko jest na sprzedaż, w tym także przedsiębiorstwa, w całości, kawałkach, w ramach transakcji bezpośrednich i wiązanych, w ramach inicjowania bądź zrywania różnorodnych więzi gospodarczych ale także politycznych i rodzinnych. Obrót przedsiębiorstwami w gospodarce światowej narasta, stając się areną załatwiania różnego rodzaju interesów, nie tylko ekonomicznych. Jak określił to jeden z zachodnich bankierów inwestycyjnych: "Istnieją dwa rodzaje przedsiębiorstw; klienci i cele" [4]. Na porządku dziennym są fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, nie tylko przyjazne ale i wrogie, kiedy to stają się celem "do ustrzelenia". Najbardziej narażone na wrogie przejęcie są firmy o słabej kontroli właścicielskiej i niesprawnym kierownictwie, o spadającej efektywności i notowaniach giełdowych. Tworzą one okazję rynkową dla przejęcia. "Rynek fuzji i przejęć jest zdradliwym światem pełnym hurra optymistycznych sprzedających, nierealistycznych prognoz i bezdusznych praktyków" [5]. Ryzyko porażki i wyeliminowania danego podmiotu z rynku przez konkurencję jest zatem wielkie. Stąd waga kontroli właścicielskiej. Nieprzypadkowo zatem u podstaw analizy Bajaja i Chana leży wykształcenie się i rozkwit rynku kontroli przedsiębiorstw (*market for corporate control* [6]). Jeżeli przedsiębiorstwo charakteryzuje się słabą kontrolą właścicielską, niesprawnym kierownictwem, spadającą efektywnością i wartością, staje się automatycznie potencjalnym obiektem przejęcia, którego efektem jest zmiana struktury akcjonariatu (koncentracja).

Z kolei dobre wyniki osiągnięte przez przedsiębiorstwo oznaczają rosnącą popularność programów opcji na akcje, co prowadzi do wzrostu udziału insiderów w kapitale przedsiębiorstwa. Równolegle wskazuje się też na istnienie dodatniej zależności między udziałem insiderów w kapitale przedsiębiorstwa a jego wynikami. Dobre wyniki mogą więc być zarówno przyczyną jak i skutkiem wzrostu udziału insiderów w kapitale. Jednakże, jak wskazuje model opracowany przez Shleifer'a i Vishny, w miarę wzrostu udziału insiderów w całkowitym kapitale przedsiębiorstwa, menedżerowie "wrastają" i wyniki mogą ulec pogorszeniu ze względu na zmniejszenie otwartości na ryzyko [7]. Owo pogorszenie znowu może prowadzić do spadku wartości przedsiębiorstwa i przejęcia nad nim kontroli, czyli ponownej zmiany struktury właścicielskiej.

W literaturze ekonomicznej roi się od barwnych, niejako wojennych określeń, charakteryzujących te transakcje (np. bitwy ofertowe, strategia obronna, strategia białego rycerza, czerwonego śledzia, zabójcy transakcji, trujących pigułek, zielonego szantażu i in.).

[4] J.C. Hooke, Fuzje i przejęcia, Liber, 1998, s. 285

[5] J.C. Hooke, wyd. cyt., s. 284

[6] M. Bajaj i Y.-S. Chan, The relationship between ownership, financing decisions and firm performance: A signaling model. "International Economic Review", (1998) 39 (3), 723–744.

[7] A. Shleifer i R. Vishny (1989), Management Entrenchment. "Journal of Financial Economics" 25, 123–139.

Granice geograficzne nie chronią już przed takimi procesami. Ponadnarodowe fuzje i przejęcia firm są obecnie podstawową formą realizacji bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które w światowej gospodarce zagranicznej rosną trzy razy szybciej aniżeli inwestycje ogółem [8].

Równocześnie wzrasta dostępność kapitału, przy tym tradycyjne "czynniki produkcji" – ziemia (zasoby naturalne), praca i kapitał stają się stopniowo drugorzędne. "Można je zdobyć, i nie jest to trudne, jeśli posiada się i wiedzę, a wiedza w swym nowym znaczeniu jest pojmowana jako użyteczność, jest środkiem do osiągnięcia społecznych i ekonomicznych rezultatów" [9]. Co prawda, konserwatywni inwestorzy z reguły preferują materialne składniki majątku, bardziej nowocześni podkreślają natomiast, że korzystniejsze rezultaty można osiągnąć, kładąc większy nacisk na te nowe źródła konkurencyjności, w tym przede wszystkim lepsze zrozumienie finansów i zarządzania nimi, a mniejszy na aktywa rzeczowe. Ale do tego niezbędną jest odpowiednia wiedza i umiejętności strategiczne. W pewnym stopniu, choć może nieco humorystycznie odzwierciedla to maksyma z filmu A. Wajdy "Ziemia obiecana": *Ty nie masz nic, ja nie mam nic, on nie ma nic, znaczy mamy w sam raz, aby zbudować fabrykę*. Podstawowym, a właściwie jedynym źródłem strategicznej przewagi konkurencyjnej staje się obecnie potencjał intelektualny [10].

Tworzy to nowe wyzwania w zarządzaniu wartością i co niemniej ważne, generalnie skłania do redefinicji systemu kapitalistycznego. "W jaki sposób system kapitalistyczny, ma funkcjonować w erze potencjału intelektualnego, jeśli potencjał ten nie może być posiadany na własność"? [11] Zmianom podlegają zarazem cele przedsiębiorstwa. Traci na znaczeniu neoklasyczna zasada maksymalizacji zysku. Dla właścicieli miarą sukcesu jest przyrost wartości zainwestowanego w spółkach kapitału, zarządzanego przez wynajętych specjalistów.

Stąd też w miarę rozwoju rynków kapitałowych maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jako główny cel jego działalności – uznawana do niedawna za interesującą koncepcję teoretyczną – powoli przekształca się w podstawowy cel i kryterium oceny zarządzania przedsiębiorstwem i kształtowania systemów motywacyjnych, zwłaszcza dla kadry kierowniczej. Dzieje się tak dlatego, że taka idea daje szansę rozwiązania problemu konfliktu interesów między zarządami a akcjonariuszami. Nawiązując do tego Lambert i Larcker stwierdzając, iż "teoria pełnomocnictwa (agency theory) skupiała uwagę na separacji własności od kontroli w dużych spółkach publicznych" [12].

[8] Szerzej na ten temat m.in. w: J.C.Hooke, wyd. cyt.

[9] P.F. Drucker, Społeczeństwo pokapitalistyczne – PWN, 1999 s. 40.

[10] "Dzisiaj wiedza i kwalifikacje pozostały same na polu boju jako jedyne źródło komparatywnej przewagi. Stały się one zasadniczym czynnikiem przy wyborze lokalizacji aktywności gospodarczej w końcu XX wieku. Dolina krzemowa i Route 128 są tam, gdzie są, po prostu dlatego, że znajduje się tam potencjał intelektualny. Nic innego nie przemawia na ich korzyść" (Hampden-Turner C., Trompenaars A.: Siedem kultur kapitalizmu, wyd. cyt. s. 122)

[11] L.C. Thurow, Przyszłość kapitalizmu, Wyd. Dolnośląskie, Wrocław, 1999 s. 29–30: "Kiedy firmy zdominowane przez potencjał intelektualny usiłują wprowadzić nieobecnych fizycznie właścicieli, nie udaje się to. "Zaklinacze deszczu" (ludzie, których działalność przynosi pieniądze) po prostu zabierają swoje kwalifikacje gdzie indziej. Kapitalista nie jest w stanie dać im tego, czego potrzebują".

[12] R.A. Lambert, D.F. Lacker: Executive Compensation, Corporate Decision Making and Shareholder Wealth: A Review of the Evidence, w pracy Executive Compensation – A Strategic Guide for 1990. Por. Lamber, wyd. cyt.

2.2. Zysk to obietnica a nie gwarancja sukcesu

Na ułomności zysku jako kryterium oceny przedsiębiorstwa zwraca się uwagę od wielu lat, a mimo to paradoksalnie, jest on nader często nadwartościowany jako miara sukcesu przedsiębiorstwa. Już w 1954 roku Drucker w swojej przełomowej książce "The Practice of Management" wskazywał, że akcentowanie zysku jako jedynego celu działalności niewłaściwie ukierunkowuje działania menedżerów i prowadzi do skrócenia perspektywy czasowej na szkodę zdolności utrzymania się na rynku i zyskowności w długim okresie. Przedsiębiorstwa dążące do maksymalizacji zysków za dany okres mogą wstrzymywać pewne wydatki, unikać inwestowania, co zagraża wynikom w dłuższym okresie. Podobnie orientacja na maksymalizację zysków prowadzić może do redukcji w danym okresie kosztów utrzymania produkcji (np. bieżących remontów) powodując ryzyko poważnej awarii w późniejszym okresie, a także do odkładania wydatków na badania i rozwój, które prowadziłyby do zastąpienia dojrzałych i schyłkowych produktów nowymi [13].

Dlatego też, jak zauważył już Katona, w praktyce do zysków nie dąży się za wszelką cenę, wszelkimi dostępnymi sposobami [14]. Obok wskazanych powyżej przykładów ograniczeń orientacji na maksymalizację zysku, należy dodatkowo zauważyć, że wykazywane w krótkim okresie zyski nie są obiektywnie danymi faktami. Na wielkość wyniku finansowego wpływają subiektywne uwarunkowania, postawy i motywy właścicieli oraz menedżerów przedsiębiorstwa. Przykładowo do powszechnie stosowanych praktyk manipulowania wynikiem finansowym należy tzw. "smoothing", czyli "wygładzanie" wyników między okresami przy pomocy m.in. instytucji rezerw. W rezultacie obecnie przyjmuje się, że w krótkim okresie przedsiębiorstwa dążą do wykazania "oczekiwanej rentowności" [15] i zachowywania dodatnich przepływów pieniężnych koncentrując się na umacnianiu pozycji rynkowej oraz budowie potencjału rozwojowego służących budowie przyszłych zysków.

Dwaj znani konsultanci do spraw zarządzania i komunikacji międzykulturowej Carles Hampden-Turner (pracownik naukowy Uniwersytetu Erasmusa w Holandii, międzynarodowy autorytet w dziedzinie psychologii zarządzania) i Alfons Trompenaars (dyrektor zarządzający holenderskiego międzynarodowego centrum biznesu), podkreślają, że ze strategicznego punktu widzenia, podporządkowanie działalności przedsiębiorstwa maksymalizacji zysku może prowadzić do jego klęski. Sformułowane przez tych autorów osiem argumentów przeciw maksymalizacji zysków z pewnością zasługują na refleksję [16]:

1. Zysk osiąga się za późno, by mógł posłużyć do skutecznego kierowania przedsiębiorstwem. Obecny zysk może być skutkiem decyzji podjętych wiele lat temu, które właśnie zaczęły przynosić korzyści.
2. Zysk, podobnie jak szczęście i satysfakcję, łatwiej osiągnąć pośrednio, jeśli nie myślimy tylko i wyłącznie o sobie i własnych pragnieniach, lecz koncentrujemy się na potrzebach klientów.

[13] P.F. Drucker, *The Practice of Management*. Nowy Jork: Harper and Brothers, N.J. 1954.

[14] G. Katona (1951), "Psychological Analysis of Economic Behavior", McGraw-Hill, New York.

[15] Najważniejszym standardem względem którego oceniane są bieżące i oczekiwane zyski jest wynik finansowy osiągnięty w poprzednim roku (lub kwartale). Standard może być wyznaczony również przez średnią zysków z ostatnich kilku lat lub przez pewną stopę zysku na sprzedaży lub zwrotu na kapitale. Podstawą standardu czy punktu odniesienia mogą być rezultaty osiągane przez konkurencyjne przedsiębiorstwa.

[16] C. Hampden-Turner, A. Trompenaars, *Siedem kultur kapitalizmu*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa, 1998, s.48.

3. Rentowność klóci się z bardziej potrzebnymi wartościami./..../. Zanim klient przyniesie nam zysk, musimy zaskarbić sobie jego przychyłność, inwestować, zanim się opłaci, troszczyć się o towar, zanim poprosimy, żeby się nami zainteresowano. Czerpanie zysków z przedsiębiorstwa zwykle zwalnia później tempo jego rozwoju, podczas gdy pobudzanie rozwoju zwiększa późniejszy zysk.
4. Strategie maksymalizacji zysku są zbyt proste do przewidzenia i łatwo dać im odpór. Wystarczy, że twój konkurent usunie element rentowności z waszej rywalizacji i poczeka, aż sam się zniechęci i zrezygnujesz.
5. Im większy początkowy zysk na nowym rynku, tym więcej chętnych rzuci się, żeby skorzystać z tej samej okazji. Jeśli jednak wiele się nauczyłeś, osiągając skromne zyski, masz szansę pozostać sam na rynku.
6. Jeśli zarząd dąży do osiągnięcia najwyższych możliwych zysków, nie powinien się dziwić, kiedy robotnicy i najlepsi pracownicy zaczną wysuwać pod jego adresem równie wygórowane żądania.
7. W przymierzu strategicznym nie wszystkie jednostki mogą być rentowne. Jeśli, na przykład, twój japoński rywal współpracuje z bankiem, firmą ubezpieczeniową i kompanią handlową, które nie żądają od niego najwyższych opłat, może zyskać nad tobą przewagę w dziedzinie kosztów produkcji.
8. Kiedy jedynym celem przedsiębiorstwa jest zysk, może ono zniszczyć swoją integralność i spójność swoich zasobów wiedzy, przerzucając się od samochodów przez samoloty po informatykę, bez logicznych związków niezbędnej wiedzy z kwalifikacjami.

Zysk nie może być zatem traktowany jako jedyne kryterium i warunek wystarczający dla sukcesu przedsiębiorstwa. Istotne jest uwzględnianie skomplikowanych i wzajemnie zależnych oznak dobrej lub złej kondycji przedsiębiorstwa. Przeświadczenie, że jeśli przedsiębiorstwo wypracowuje zysk to wszystko jest w porządku może być całkowicie błędne, tak jak i przeświadczenie, że strata jest zawsze wyrazem złej kondycji przedsiębiorstwa. W warunkach rozwiniętego rynku proste (czy raczej prostackie) metody, polegające na powiększaniu zysku w drodze podnoszenia cen (kosztem głównie klientów), mogą być co prawda, nawet okresowo skuteczne, ale tylko w krótkiej perspektywie. Natomiast w rachunku obejmującym dłuższy okres może się okazać, że jest to droga prowadząca do pogarszania pozycji przedsiębiorstwa na rynku, a tym samym grożąca utratą szans na trwałą poprawę efektywności. Podwyżka cen w danym przedsiębiorstwie stwarza bowiem korzystniejszą sytuację rynkową jego konkurentom. W ocenie rzeczywistej kondycji przedsiębiorstwa niezbędne jest zatem podejście perspektywiczne, długofalowe.

Wymienione mankamenty zysku i rentowności jako celu i miary działalności dotyczą przede wszystkim podejścia krótkookresowego. Natomiast długookresowe kształtowanie się wyników finansowych stanowi jednak odzwierciedlenie siły rynkowej i konkurencyjności przedsiębiorstw. Zazwyczaj bowiem brak przewagi konkurencyjnej znajduje odzwierciedlenie w niskiej rentowności, ale w ujęciu długookresowym. Stąd też miarą konkurencyjności może być rentowność, ale w ujęciu nie krótko- a długookresowym, z uwzględnieniem długofalowych trendów jej zmian.