

*Magdalena Rosińska**

**PRZEMIANY W GOSPODARCE ŚWIATOWEJ
Z PERSPEKTYWY PRZEDSIĘBIORSTWA.
FAZY ROZWOJU KAPITALIZMU I ICH KONSEKWENCJE
DLA PODMIOTÓW GOSPODARCZYCH**

Niewątpliwie zmiany zachodzące w gospodarce światowej w toku jej ewolucji mają istotny wpływ na system organizacyjny i strategię podmiotów uczestniczących. Jednymi z coraz istotniejszych graczy rynkowych na arenie międzynarodowej są obecnie wielkie korporacje. Rola przedsiębiorstw międzynarodowych we współczesnej gospodarce nie jest bynajmniej następstwem przeobrażeń dokonujących się w ostatnich dziesięcioleciach a stanowi konsekwencję złożonych i długotrwałych procesów zachodzących systematycznie na przestrzeni długiego okresu. Wydaje się, iż obecna struktura rynku globalnego to efekt ewoluowania kapitalizmu jako „ustroju” rynkowego. Analizując ten proces w ujęciu historycznym, można wyróżnić trzy podstawowe fazy kapitalizmu: przedsiębiorczy, menedżerski i inwestorski. Kapitalizm przedsiębiorczy to cały wiek XIX oraz początek XX w., związany z budowaniem wielkich prywatnych fortun. Kapitalizm menedżerski rozpoczął się na początku XX w. i oznaczał stopniowe rozszerzenie wpływów profesjonalnych menedżerów. Wydaje się, iż swój rozkwit osiągnął w latach 70. XX w. Współczesny kapitalizm inwestorski zaczął się rozwijać w latach 80. XX w., ale wydaje się, że nadal jest w fazie wzrostu i jeszcze nie osiągnął swojej szczytowej formy. Charakterystyczne jest, że proces zmian ma charakter ciągły, a poszczególne jego fazy są następstwem ewolucji gospodarki światowej oraz podmiotów ją konstytuujących.

Celem niniejszego opracowania jest próba wykazania konieczności zmiany w systemach zarządzania przedsiębiorstwami w konsekwencji ewoluowania gospodarki światowej. Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej części przedstawiono ewolucję systemu gospodarczego z fazy kapitalizmu przedsiębiorczego do etapu kapitalizmu menedżerskiego. W części drugiej zaprezentowano istotę współczesnego kapitalizmu inwestorskiego oraz zasady działania mechanizmów kontrolnych (w postaci nadzoru korporacyjnego). Ostatnia część opracowania omawia znaczenie działalności grup inwestorskich we współczesnej gospodarce dla strategii rozwoju przedsiębiorstw (w dobie kapitalizmu inwestorskiego).

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

1. Od kapitalizmu przedsiębiorczego do kapitalizmu menedżerskiego

Pierwszy etap rozwoju gospodarki rynkowej charakteryzował się utożsamianiem przedsiębiorstwa z jego właścicielem. Za głównego teoretyka nurtu kapitalizmu przedsiębiorczego uważa się J. A. Schumpetera. Definiował on kapitalizm jako dynamiczny system, który w niekończącym się procesie innowacji zmienia ciągle swe metody produkcji oraz strukturę konsumpcji¹. W rozważaniach Schumpetera najpierw był przedsiębiorca, a dopiero później pojawiło się przedsiębiorstwo. To przedsiębiorca, kierując się motywem zysku, zakładał firmę, angażując swoje bądź powierzone zasoby finansowe. Następnie prowadził ją, podejmując samodzielnie wszystkie decyzje. Właściciel (przedsiębiorca-innowator) był, zatem kluczową postacią i głównym czynnikiem sprawczym w przedsiębiorstwie oraz motorem postępu ekonomicznego w gospodarce. Można zaryzykować twierdzenie, że to działania poszczególnych jednostek (w osobach właścicieli przedsiębiorstw) wyznaczały kierunki postępu technicznego i tym samym determinowały rozwój gospodarki światowej jako całości. Gospodarka światowa doby kapitalizmu przedsiębiorczego to zbiór pojedynczych podmiotów (firm), które przez swoje nieskoordynowane, indywidualne działania stanowią siłę napędową poruszającą mechanizm gospodarczy².

Charakterystyczną cechą tej fazy kapitalizmu było gromadzenie kapitału w wąskich kręgach rodziny, przyjaciół czy partnerów biznesowych, którzy decydowali się na podjęcie ryzyka związanego z próbą komercjalizacji konkretnych innowacji. Rozwój korporacji odbywał się przede wszystkim dzięki inwestowaniu osiągniętego zysku³. Determinantami postępu gospodarki były głównie aktywność i skłonność do ryzyka pojedynczych podmiotów. Decyzje alokacyjne, dotyczące tego, co produkować, jak i dla kogo były, bowiem decyzjami przysługującymi wyłącznie przedsiębiorcy⁴. W firmach nie było właściwie pośredniego szczebla zarządzania, czyli kierowników nadzorujących pracę pewnej grupy pracowników. Wszystkie decyzje były w rękach właściciela-przedsiębiorcy⁵. Własność kapitału i efektywna władza nad środkami produkcji miały ten sam zakres. Nie miało miejsca oddzielenie zarządzania przedsiębiorstwem od jego posiadania. System, łączący w jednej osobie właściciela i kierownika, niósł jednak ze sobą ograniczenia. Trudności w delegowaniu uprawnień oraz konieczności finansowania rozwoju przedsiębiorstwa w zasadzie z własnych środków ograniczały istotnie skalę działalności przedsiębiorstwa. Szczególnie w gałęziach wymagających dużych, często niepodzielnych inwestycji stanowiło to czynnik hamujący tempo wzrostu. Wielkość przedsiębiorstwa była bowiem ograniczona przez wielkość indywidualnych kapitałów a tytuł własności określał granice koncentracji produkcji⁶.

¹ A. Głapiński, *Kapitalizm, demokracja i kryzys państwa podatków. Wokół teorii Josepha Aloisa Schumpetera*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2004, s. 109–111.

² S. Sudół, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2006, s. 19–21.

³ M. Lewandowski, *Rola rynku kontroli przedsiębiorstw w nadzorze właścicielskim*, [w:] K. A. Lis, H. Sterniczek, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 205–206.

⁴ T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2002, s. 242.

⁵ *Ibidem*, s. 279.

⁶ E. Domańska, *Kapitalizm menedżerski*, PWE, Warszawa 1986, s. 29–30.

W fazie kapitalizmu przedsiębiorczego rozwój gospodarki odbywał się zatem (poza nielicznymi wyjątkami) poprzez zakładanie nowych firm w celu komercjalizacji innowacyjnego pomysłu (wynalazku). Przedsiębiorstwa podupadały natomiast, jeżeli podmiot tracił zdolność do kontynuacji ścieżki wzrostu opartej na innowacji. Potwierdzało to prawdziwość twierdzenia, że żadna firma działająca jedynie w ramach rutynowego, powtarzalnego biznesu nie gwarantuje zysku w długim okresie⁷, dlatego podstawę rozwoju muszą stanowić inwestycje, konieczne dla nieustannego modyfikowania oferty oraz modernizowania systemów wytwórczych. W pierwszej połowie XIX w. wzrost przedsiębiorstw odbywał się zatem prawie wyłącznie na drodze koncentracji kapitałów pojedynczych właścicieli. W następnych dziesięcioleciach w konsekwencji przyspieszonego postępu technicznego sposób ten okazał się jednak niewystarczający. Zastosowanie nowej techniki wymagało ogromnych środków, przekraczających możliwości pojedynczych graczy rynkowych. Koniecznym elementem rozwoju stało się łączenie rozproszonych kapitałów indywidualnych, pod wspólnym zarządem.

Efektem procesu centralizacji kapitału było tworzenie spółek akcyjnych. Wykorzystanie tej formy organizacyjnej miało także na celu zmniejszenie ryzyka indywidualnego przedsiębiorcy oraz przekroczenie granic wielkości pojedynczego kapitału. Ograniczenia finansowe pokonano wprowadzając prawo emisji akcji, które zarazem stały się instrumentem lokacyjnym i narzędziem finansowania zarówno przy zakładaniu jak i rozwoju przedsiębiorstwa. Dzięki zaistnieniu własności kolektywnej a w jej konsekwencji systemu delegowania uprawnień kierowniczych usunięte zostały ponadto ograniczenia skali przedsiębiorstwa, będące następstwem trudności kierowania organizacją przez jednoosobowego właściciela-przedsiębiorcę. Wzrost rozmiarów przedsiębiorstwa, a co za tym idzie również bardziej skomplikowane procesy zarządzania nim, wymagały coraz większej fachowości oraz uzdolnień organizacyjnych, co stanowiło początek rozwoju zespołów kierowniczych⁸.

Powolny transfer korporacji z rąk ich pierwotnych właścicieli do anonimowych akcjonariuszy zaczął już następować pod koniec XIX w. Pierwsi wielcy założyciele fortun wchodzili w wiek emerytalny i powoli zastępowała ich profesjonalna kadra menedżerska. Zbiegło się w to w czasie z powstawaniem rynku papierów wartościowych, pozwalając tym samym na urzeczywistnienie rozwoju korporacji, działających w formie spółek akcyjnych. Masowa akcja upubliczniania prywatnych przedsiębiorstw zmieniła relacje inwestorskie. Liczba akcjonariuszy rosła bardzo szybko, wzrastała różnorodność posiadanego portfela, przy jednocześnie malejącej jego średniej wielkości. Ewolucja oznaczała przechodzenie od posiadania pełnej władzy nad zasobami konkretnego przedsiębiorstwa ku symbolicznej kontroli nad prawami udziałowymi w korporacji. Sytuacja ta stworzyła doskonałe warunki menedżerom, których znaczenie systematycznie rosło⁹.

Dominiacja spółek akcyjnych jako podstawowej formy organizacyjnej XX w. spowodowała głębokie zmiany w strukturze i zasadach funkcjonowania systemu gospodarki światowej. Spółki rozszerzające skalę i zasięg produkcji przyczyniały się do powsta-

⁷ A. Głapiński, *op. cit.* s. 109–110.

⁸ E. Domańska, *op. cit.* s. 30–32.

⁹ M. Lewandowski, *op. cit.* s. 205–206.

wania pierwszych wielkich przedsiębiorstw międzynarodowych. Stopniowo następowało wyraźne rozdzielenie dotychczas jednolitej w swej formie własności prywatnej na: indywidualną własność kapitału w postaci akcji oraz na korporacyjną własność kapitału ucieleśnioną w zyskach i funduszu amortyzacyjnym¹⁰. Należy stwierdzić, iż w początkowym okresie sytuacja ta rodziła właściwie wyłącznie pozytywne skutki. Wyraźna tendencja do oddzielania własności od zarządzania, a także zatrudnianie na kierowniczych stanowiskach profesjonalnych menedżerów sprzyjały rozwojowi zarówno pojedynczych spółek jak również gospodarki jako całości. Z czasem jednak duże rozproszenie własności, oznaczające wystąpienie dużej liczby drobnych, często pasywnych właścicieli stało się powodem stopniowego przejmowania władzy w przedsiębiorstwie przez odpowiednio przygotowanych do zarządzania nimi menedżerów. Proces ten określa się mianem profesjonalizacji zarządzania lub też „rewolucji menedżerskiej”. Fazę kapitalizmu nazwano kapitalizmem menedżerskim. Na gruncie teoretycznym nieuchronna stała się polemika z ówczesnym kanonem myśli ekonomicznej odnośnie wyjątkowej roli osoby kapitalisty-właściciela jako innowatora a zatem jedyne organizatora procesu produkcji i zrazem postępu gospodarczego¹¹. W efekcie tego procesu realną władzę na rynku zdobyli zawodowi zarządcy (profesjonalni menedżerowie).

Przejmowanie kierownictwa nad korporacjami przez profesjonalnych menedżerów przebiegało oczywiście stopniowo. Wzrost złożoności procesów zarządzania organizacją, będący efektem rozwoju gospodarki światowej (postępu zarówno technologicznego, jak i organizacyjnego), sprawił, że właściciele potrzebowali wsparcia ze strony profesjonalnych doradców. Zatrudniali zatem specjalistów z określonych dziedzin, a ufając ich kompetencjom delegowali na nich swoje uprawnienia. Z czasem coraz wyższe stanowiska zajmowane były przez zawodowych organizatorów produkcji, którzy w ten sposób przejmowali odpowiedzialność za inwestycje, finanse, dobór i zatrudnianie pracowników, politykę marketingową a ostatecznie także za opracowywanie strategii firmy. W konsekwencji okazywało się, że właścicielom-akcjonariuszom przysługujące wprawdzie nadal prawo do udziału w zysku oraz obrotu swoimi akcjami, ale nie mogą oni uczestniczyć w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. Menedżerowie podejmowali zatem wszystkie kluczowe decyzje, które niegdyś należały wyłącznie do kompetencji przedsiębiorców. Jako wynajmowani pracownicy podlegali oni teoretycznie właścicielom (akcjonariuszom), jednak rozproszenie akcji firmy często sprawiało, że kontrola nad ich działalnością była iluzoryczna¹².

Z czasem odmienność ekonomicznych interesów właścicieli kapitału i osób zarządzających firmą zaczęła się uwydatniać, a w konsekwencji to akcjonariusze tracili kontrolę nad swoją własnością. Menedżerowie dzięki stosowaniu coraz bardziej profesjonalnych metod w zarządzaniu a także posiadaniu praktycznie monopolu na dostęp do informacji o rzeczywistej sytuacji w przedsiębiorstwie, zyskali prawie pełnię władzy ekonomicznej. W przypadku nieposiadania przez nich udziałów kapitałowych w przedsiębiorstwie lub jeżeli ich wynagrodzenie nie było bezpośrednio niepowiązane z zyskiem, to znacznie bardziej stawiali się na powiększanie rozmiarów przedsiębiorstwa

¹⁰ E. Domańska, *op. cit.* s. 33–35.

¹¹ Szerzej: S. Sudol, *op. cit.* s. 21–22.

¹² T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR, Warszawa 1994, s. 38.

niż na zysk. Spektakularny rozwój i ekspansja firmy budowały bowiem ich prestiż zawodowy. Często można spotkać się z twierdzeniem, że wzrost firmy to rzeczywisty cel realizowany przez menedżerów. W tym miejscu konieczne wydaje się podkreślenie odmienności terminów: „wzrost firmy” a „jej rozwój”. Menedżerowie, stawiając na wzrost wskaźników, nie zawsze uwzględniali długookresową perspektywę rozwojową organizacji, oznaczającą konieczność sukcesywnego umacniania pozycji rynkowej przedsiębiorstwa.

Przejście od zarządzania właścicielskiego do profesjonalnych standardów kierowania organizacją to niewątpliwie istotny przełom w rozwoju systemu gospodarczego. Siła kadry zarządzającej tkwi w posiadanej przez nią wiedzy. Wyposażeni w unikatową wiedzę menedżerowie uzyskiwali zatem coraz silniejszą pozycję w poszczególnych przedsiębiorstwach. Równocześnie w konsekwencji postępu procesów liberalizacji i globalizacji następowała międzynarodowa ekspansja poszczególnych podmiotów gospodarczych, które stawały się wielkimi organizacjami, często o zasięgu globalnym (rozwój korporacji transnarodowych – KTN). W efekcie obu tych procesów menedżerowie rozciągali swoje wpływy na całą gospodarkę światową. Rozproszenie własności sprzyjało wzmocnieniu ich władzy jako grupy zarządzającej dostępem do informacji. Stopniowo dzięki umiejętnemu gromadzeniu oraz przetwarzaniu otrzymywanych z rynku informacji i zawłaszczaniu sobie wyłącznego do nich dostępu menedżerowie uzyskiwali pełnię kontroli nad systemem powiązań biznesowych. Profesjonalna wiedza była pilnie strzeżona i uznawana (słusznie) za najdoskonalsze i najskuteczniejsze narzędzie wpływania na system gospodarczy. Paradoksalnie jednak postęp techniczny, który przyczynił się do rozwoju owej profesjonalizacji procesów gospodarczych i w konsekwencji wykreowania władzy menedżerskiej stał się także jedną z przyczyn kolejnego przełomu, który miał ograniczyć wpływy menedżerów.

2. Rozwój kapitalizmu inwestorskiego i rola nadzoru korporacyjnego

Efektem postępu procesów globalizacyjnych było coraz szybsze upowszechnianie wiedzy, poprzez przyspieszenie przepływu informacji, które dotychczas jako uznawane za zbyt skomplikowane (wysoce profesjonalne) nie były dostępne szerokiemu gronu odbiorców. Rozwój technik informatycznych (w tym Internetu jako błyskawicznej globalnej sieci informacyjnej) sprawił, że uzyskanie zarówno fachowej wiedzy, jak i profesjonalnej konsultacji nawet na odległość nie stanowi problemu. Konsekwencją jest umożliwienie nawet drobnym akcjonariuszom kontroli swoich inwestycji poprzez wykorzystanie różnorodnych systemów informacyjnych i doradczych. W systemie współczesnej gospodarki światowej pojawiły się liczne instytucje zawodowo zajmujące się właśnie pozyskiwaniem kompleksowej i profesjonalnej informacji z różnorodnych dziedzin, w celu wykorzystania jej w zarządzaniu przedsiębiorstwami. Wśród tych instytucji szczególne miejsce zajmują tzw. inwestorzy instytucjonalni za pośrednictwem, których akcjonariusze zaczynają stopniowo odzyskiwać prawo do wpływania na losy będących ich własnością (z racji posiadania akcji danego podmiotu) przedsiębiorstw.

Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych w systemie gospodarki światowej wiąże się także z ich rosnącą rolą jako właścicieli przedsiębiorstw. Wraz ze wzrostem poziomu skomplikowania współczesnego rynku (kapitałowego) oraz szybkości zachodzących na nim procesów coraz trudniej jest drobnym inwestorom śledzić bieg wydarzeń i inwestować w akcje¹³. Stąd wzrost znaczenia profesjonalnie zarządzanych skonolidowanych kapitałów, o znacznej dywersyfikacji portfela, pozwalającej na uniknięcie „pułapki władzy menedżerskiej”. Owa „pułapka” to windowanie wskaźników dla konkretnej korporacji w celu budowania indywidualnej pozycji menedżera, nie zawsze w zgodzie z rzeczywistymi potrzebami rozwojowymi danego podmiotu w perspektywie długookresowej.

W ostatnich latach zaobserwować można zwiększoną aktywność inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym. Zajęli oni miejsce rozproszonych i pozbawionych informacji inwestorów, którzy zamiast kupować akcje konkretnych spółek, zaczęli lokować swoje kapitały w funduszach inwestycyjnych. Istotą owej zmiany jest fakt, że dla tych ostatnich pracują specjaliści zajmujący się bieżącą oceną sytuacji poszczególnych spółek i doбором portfela inwestycyjnego¹⁴. W ten właśnie sposób kapitalizm menedżerski został zastąpiony przez kapitalizm inwestorski, zwany również kapitalizmem wartości dla akcjonariuszy. Wydaje się, iż rozwój kapitalizmu inwestorskiego to koniec ery dominacji menedżerów (często ignorujących akcjonariuszy) i położenie ponownie nacisku na wartość przedsiębiorstwa oraz interesy wszystkich interesariuszy (akcjonariuszy, menedżerów, pracowników, dostawców).

Za początek ery kapitalizmu inwestorskiego można uznać lata 80. XX w. Wówczas intensywnie zaczęły rozwijać się mechanizmy, próbujące sprostać wyzwaniom współczesnej gospodarki a mianowicie pogodzeniu często sprzecznych oczekiwań wielu interesariuszy. Cechą charakterystyczną współczesnych przedsiębiorstw jest bowiem ścieranie się interesów różnych grup (właściciele, kadra menedżerska, pracownicy, a także jednostki zewnętrzne – banki, dostawcy, klienci przedsiębiorstwa). Zapewnieniu równowagi między interesami poszczególnych grup związanych z funkcjonowaniem danej organizacji ma służyć system nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*), który obejmuje różnorodne instytucje prawne i ekonomiczne (w tym formalne i nieformalne reguły działania), starające się wyważyć interesy wszystkich podmiotów (*stakeholders*) zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji, w sposób gwarantujący wzrost wartości spółki i jej rozwój¹⁵. W tym systemie oprócz zróżnicowania podmiotowego uczestników i ich interesów mamy zatem do czynienia z koniecznością pogodzenia dwóch zjawisk: wzrostu wartości notowań spółki oraz koncepcji rozwoju, zapewniającego jej konkurencyjność w długim okresie.

Zmiany podmiotowe w dobie rozwoju kapitalizmu inwestorskiego oznaczają pojawienie się nowych graczy, jako uczestników rynku zarządzania przedsiębiorstwami. *Stakeholders* to podmioty (osoby fizyczne lub prawne) zainteresowane bezpośrednio lub pośrednio działalnością firmy, które mają wpływ na osiągnięcie przez nią cele, wy-

¹³ M. Lewandowski, *op. cit.* s. 40–41.

¹⁴ T. Gruszecki, *Współczesne teorie...*, s. 180.

¹⁵ M. Aluchna, *Przejrzystość jako element nadzoru korporacyjnego. Wyzwania dla spółek giełdowych cz. I*, www.e-mentor.edu.pl/artukul_v2.php?numer=12&id=214.

suwają wobec niej żądania i posiadają faktyczną, bądź potencjalną możliwość wyegzekwowania ich. Akcjonariusze i nowi gracze – „*stakeholders*” – są od siebie wzajemnie zależni, dlatego konieczne jest ich partnerskie zaangażowanie na rzecz tworzenia wartości korporacji¹⁶. Podmiotami reprezentującymi zbiorowe interesy *stakeholders* na rynku są obecnie często inwestorzy instytucjonalni¹⁷. Inwestorzy instytucjonalnych uczestniczą w rynku kontroli korporacji poprzez stosowanie aktywnej selekcji akcji spółek portfelowych. Uznając wartość akcji jakiejś firmy za zawyżoną, dokonują sprzedaży, wówczas ich wartość spada. Stają się one wtedy atrakcyjne dla innej grupy inwestorów czy też dla poszukujących okazji do przejęcia. Spadek cen akcji może być także impulsem restrukturyzacji firmy i w ten sposób przyczyniać się do poprawy kondycji firmy w późniejszym okresie¹⁸. Działania inwestorów instytucjonalnych wywierają zatem znaczący wpływ na zarządzanie poszczególnymi organizacjami. Działania menedżerów poddawane są w tym modelu nieustannej kontroli, za pośrednictwem mechanizmu rynkowego.

Nadzór korporacyjny (*corporate governance*) ma na celu zapewnienie zarówno właścicielom, jak i pozostałym interesariuszom efektywnych procedur i instytucji monitoringu zarządu oraz korygowania jego błędów. Pozwala na łączenie interesów zaangażowanych w firmę stron. Zapewniając atrakcyjność inwestycyjną pozwala na osiągnięcie zysku posiadaczom akcji spółki równocześnie umożliwiając organizacji stały dostęp do kapitału pozwalającego na rozwój firmy. Następuje, zatem maksymalizacja wartości firmy z punktu widzenia właścicieli oraz innych grup interesu¹⁹. Należy jednak zaznaczyć, iż w praktyce zakres i mechanizm wpływu poszczególnych interesariuszy na zarządzanie przedsiębiorstwem jest zróżnicowany. Nie zależy to bowiem wyłącznie od kontekstu sytuacyjnego istoty jest ponadto m.in. system prawny, kultura społeczna i organizacyjna.

W dobie kapitalizmu inwestorskiego istnieje rozbudowany system mechanizmów kontroli oraz nadzoru nad przedsiębiorstwem, mający dyscyplinować menedżerów (elementów tego typu pozbawiony był etap rozwoju zwany kapitalizmem menedżerskim). Konkretnie działania mogą podejmować organy nadzoru, indywidualni właściciele akcjonariusze, inwestorzy instytucjonalni oraz różne instytucje rynkowe. Istnieją zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne mechanizmy monitoringu i kontroli rynku przedsiębiorstw, mające zapobiegać dyskryminowaniu poszczególnych grup uczestni-

¹⁶ K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, SGH – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2003, s. 20–24.

¹⁷ Pojęcie inwestora instytucjonalnego wiąże się z instytucjami finansowymi inwestującymi oszczędności osób indywidualnych i przedsiębiorstw niefinansowych na rynku kapitałowym. Do najważniejszych cech inwestorów instytucjonalnych należą: nieprowadzenie działalności bankowej; instytucjonalizacja działalności (osoba prawna); posiadanie charakteru instytucji finansowej. Do grona inwestorów instytucjonalnych zalicza się przeważnie wszelkiego rodzaju fundusze inwestycyjne (otwarte, zamknięte, w tym fundusze emerytalne) oraz towarzystwa ubezpieczeniowe (zarówno ubezpieczenia na życie, jak i majątkowe).

¹⁸ P. Tamowicz, *Inwestorzy instytucjonalni*, www.pfcg.org.pl/article/1186_Inwestorzy_institutionalni.htm.

¹⁹ K. Zalega, *op. cit.* s. 25.

ków²⁰. Elementem nadzoru korporacyjnego jest także odpowiednio skonstruowany motywacyjno-wiążący kontrakt menedżerski²¹.

Konieczność istnienia nadzoru korporacyjnego nad działalnością przedsiębiorstw nie jest współcześnie kwestionowana. Pojawienie się rosnącej w siłę nowej grupy graczy (akcjonariuszy) w postaci inwestorów instytucjonalnych sprawiło, że działania w zakresie ulepszania starych oraz poszukiwania nowych mechanizmów nadzoru zostały nawet zintensyfikowane. Wszystkie podmioty, a zwłaszcza przedsiębiorstwa międzynarodowe wykorzystują je obecnie do pokazania transparentności swoich procedur zarządzania, aby w ten sposób zyskać na atrakcyjności w oczach potencjalnych inwestorów i powiększyć swoje możliwości pozyskiwania kapitału na przyspieszony rozwój. Globalizacja przyczynia się także do ujednolicania podstawowych standardów i zasad działania mechanizmów składających się na infrastrukturę biznesową (w tym zasad nadzoru korporacyjnego)²², dzięki czemu poprawia się przejrzystość rynku. Rozwój kapitalizmu inwestorskiego a zatem aktywizacja inwestorów instytucjonalnych jako istotnych podmiotów na rynku przedsiębiorstw może jednak generować także pewne problemy. Dzieje się tak, jeżeli korporacje koncentrując się na kreowaniu wartości dla akcjonariuszy, czyli ciągłym wykazywaniu wzrostu wartości giełdowej, zaniedbując kwestie doskonalenia możliwości rozwojowych. Konsekwencją niepełnego wykorzystywania posiadanego potencjału może być, bowiem pogorszenie pozycji konkurencyjnej firmy, co w efekcie wiąże się z obniżeniem jej wartości.

Należy bezwzględnie pamiętać, iż wzrost wartości przedsiębiorstwa, czyli utrzymanie wysokich wskaźników wzrostu (aktywów, sprzedaży, zatrudnienia, płynności etc.), to tylko narzędzia potrzebne do realizacji celu właściwego, którego nie mogą one przyćmiewać. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych (analizujących głównie te parametry) jest bowiem istotne, ale ma najczęściej wyłącznie charakter krótkoterminowy. Traktują oni posiadane udziały w organizacji jako zwykły towar, który należy sprzedać lub kupić w celu uzyskania określonych korzyści (jak najlepszego zysku w krótkim czasie). Pierwzoplanowym i fundamentalnym dla organizacji celem jest natomiast zapewnienie jej długookresowej perspektywy rozwoju, dlatego w dobie kapitalizmu inwestorskiego musi ona szczególnie wystrzegać się kroków, które mogłyby wpędzić ją w pułapkę ilościowego wartościowania koncepcji rozwojowych (czyli ich oceny wyłącznie na podstawie analizy wskaźników).

²⁰ Należy jednak zaznaczyć, iż zależy to od konkretnego systemu gospodarczo-politycznego. O zasadach nadzoru korporacyjnego, jak i konstrukcji rynku kapitałowego (w tym pozycji poszczególnych podmiotów na tym rynku) decydują w głównej mierze zasady ustawodawstwa krajowego. Zasadniczo można wymienić trzy typy orientacji przedsiębiorstw, a w konsekwencji priorytetowego traktowania kreślonych grup interesariuszy. Orientacja monistyczna przedsiębiorstwa (USA, Wielka Brytania), gdzie nadrzędne są interesy właściciela. Orientacja dualistyczna (europejska) ukierunkowana na właścicieli oraz pracowników. Orientacja pluralistyczna (azjatycka) zorientowana na wszystkie grupy interesów. Znaczenie mechanizmów nadzoru korporacyjnego będzie w konsekwencji różne w poszczególnych krajach (systemy narodowe ustanawiają różnicowane ich zestawy), w zależności od przyjętej orientacji.

²¹ M. Aluchna, *op. cit.* oraz K. Zalega, *op. cit.* s. 130.

²² I. Koładkiewicz, *Globalizacja a nadzór korporacyjny*, [w:] I. Koładkiewicz, W. Kozioła, *Wyzwania globalizacji. Odpowiedzi przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2004, s. 179–180.

3. Znaczenie działalności grup inwestorskich dla strategii rozwoju współczesnych przedsiębiorstw

Nowa faza kapitalizmu – kapitalizm inwestorski – niesie zatem ze sobą pewne zagrożenia, związane ze zmianami w strukturze podmiotowej gospodarki światowej. Z jednej strony do rangi najistotniejszych podmiotów na forum gospodarki światowej urosły wielkie przedsiębiorstwa (KTN), które stopniowo odcinają się od swych gospodarek macierzystych (państw narodowych będących źródłem pochodzenia kapitału), uzyskując pozycję samodzielnych graczy rynkowych w skali międzynarodowej a nawet globalnej. Z drugiej strony one same (KTN) tracą dopiero co uzyskaną niezależność, stając się obiektem (przedmiotem) obrotu w transakcjach międzynarodowych. Wraz z rozwojem kapitalizmu inwestorskiego jako uczestnicy transakcji na rynku światowym zyskują bowiem na znaczeniu grupy inwestorskie (inwestorzy instytucjonalni), które doprowadzają do przewartościowania dotychczasowych koncepcji zarządzania. Można mówić nawet o ścieraniu się interesów korporacji z wymaganiami stawianymi przez współczesny rynek przedsiębiorstw (na którym działają coraz liczniejsi inwestorzy instytucjonalni reprezentujący bardzo zróżnicowanych interesariuszy – *stakeholders*).

Po „wyzwoleniu” się spod władzy menedżerów (koniec ery kapitalizmu menedżerskiego), poprzez integrację i konsolidację działalności w skali międzynarodowej przedsiębiorstwa zyskały samodzielną pozycję w gronie najważniejszych potęg rynkowych gospodarki światowej (w rankingach ich pozycja względem państw narodowych nieustannie rośnie). Stopniowo poszczególne korporacje uniezależniały się od wpływów macierzystych gospodarek (państw kraju pochodzenia). Głównym instrumentem budowania tej niezależności pod koniec lat 90. XX w. były międzynarodowe fuzje i przejęcia²³. Wówczas obserwujemy nasilenie tego typu połączeń, zwane „piątą falą fuzji i przejęć”. Podstawowym celem była konsolidacja działalności w skali międzynarodowej, pozwalająca na poprawę pozycji konkurencyjnej w gospodarce światowej. Fuzje i przejęcia odbywały się zwykle w ramach jednego sektora, często dotycząc przedsiębiorstw będących wcześniejszymi konkurentami na forum międzynarodowym a zaliczane do liderów na rynkach lokalnych. W ten sposób obserwowaliśmy wzrost potęgi korporacji i jej pozycji względem obu państw macierzystych (krajów pochodzenia wchodzących w połączenie podmiotów).

Wydaje się, że pojawienie się nowej siły w strukturze gospodarki światowej – grup inwestorów (często międzynarodowych lub nieidentyfikujących się oficjalnie z żadnym państwem narodowych²⁴) wyzwoliło falę kolejnych działań konsolidacyjnych. Pojawiła się jednak potrzeba dywersyfikacji ryzyka transakcji. Nowym zjawiskiem, charakterystycznym dla „szóstej fali fuzji i przejęć” jest nie tylko umiędzynarodowienie transakcji, (co obserwowaliśmy w „piątej fali”), ale ich transkontynentalność, czyli platanie

²³ W ujęciu historycznym wartość oraz liczba transakcji typu „fuzje i przejęcia” podlega fluktuacjom. Charakterystyczne cechy fuzji i przejęć to, bowiem: duża skala inwestycji, znaczna dynamika oraz okresowe koncentracje intensywności (falowanie) procesów. Możemy wyróżnić, zatem sześć dużych fal fuzji i przejęć. Fala pierwsza miała miejsce na przełomie wieku XIX i XX, druga wystąpiła w późnych latach 20. XX wieku, trzecia w latach 60., czwarta w 80., piąta w latach 90. XX w. a szósta to już początek XXI w.

²⁴ Często używa się nawet określenia, że „kapitał nie ma narodowości”.

połączeniami biznesowymi całości rynku światowego. Konsekwencją jest wzrost liczby fuzji i przejęć, w których uczestniczą podmioty zlokalizowane na różnych kontynentach (w tym w krajach rozwijających się i tzw. gospodarkach wschodzących). Zmianie ulega także struktura branżowa transakcji. Wynika to oczywiście ze zmian zachodzących w gospodarce światowej. Dynamicznie wzrastające gospodarki krajów rozwijających się (w tym Chiny, Indie) zgłaszają, bowiem ogromne zapotrzebowanie na surowce energetyczne, co skutkuje wzrostem sektora wydobywczego. Model gospodarki opartej na wiedzy i informacji, wymagającej nieustannego zasilania kapitałowego, czyli etap rozwoju gospodarki światowej jako całości (kraje rozwinięte gospodarczo) wymaga oczywiście stałego rozwoju sektora finansowego i usługowego (w tym usług biznesowych). Ta wydawałoby się rozbieżność to naturalna odpowiedź gospodarki na nowe wyzwanie, jakim jest aktywizacja inwestorów instytucjonalnych na rynku przedsiębiorstw. W ten sposób następuje, bowiem dywersyfikacja ryzyka, przy równoczesnym podnoszeniu efektywności działalności podmiotu. Przedsiębiorstwa uczestnicząc w złożonych transakcjach o zasięgu globalnym dążą, zatem do optymalizacji warunków funkcjonowania we współczesnej gospodarce.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, stanowiące istotę współczesnego kapitalizmu inwestorskiego, powinno być procesem oddziaływania na wszystkie ważne jego podsystemy wykonawcze, w celu dokonywania zmian w kierunku lepszego wykorzystania zasobów. Poprawa efektywności funkcjonowania organizacji w dobie liberalizacji rynku i postępującej globalizacji wymaga intensyfikacji procesu umiędzynaradawiania działalności przedsiębiorstwa. Proces ten musi być przy tym zorientowany na maksymalizację jego wartości, ale w długim okresie. Aspiracje przedsiębiorstwa oraz realizowane w jego obrębie procesy zarządzania winny być podporządkowane właśnie temu celowi. W praktyce oznacza to nieustanny proces restrukturyzacji korporacji, służący realizacji misji strategicznej. Taki sposób wykorzystania wartości przedsiębiorstwa sprawia również, że staje się ona ogólną miarą skuteczności zarządzania oraz rzeczywistym fundamentem systemów motywowania menedżerów, gdyż sprzyja integracji ich aspiracji z celami właścicieli przedsiębiorstwa oraz pozostałych interesariuszy²⁵.

Złożoność procesu kreowania wartości we współczesnych przedsiębiorstwach wydaje się wynikać częściowo z konieczności uwzględnienia związków tego zagadnienia z problematyką konsolidacji przedsiębiorstw. Istnieje, bowiem możliwość kształtowania wartości firmy przez konsolidację (jako jedną ze strategicznych alternatyw charakterystycznych dla kontynuacyjnego, jak i dla likwidacyjnego podejścia do wartości)²⁶. Ma to również znaczenie dla wdrażania konkretnych przedsięwzięć restrukturyzacyjnych, mających podnieść wartość danego przedsiębiorstwa. Rezultaty konsolidacji przekładają się na wartość rynkową podmiotu, a w dalszej perspektywie na cenę firmy. Tym samym proces konsolidacji, jak i jego efekty stają się elementem zarządzania wartością przedsiębiorstw.

²⁵ A. Jaki, T. Rojek, *Zarządzanie wartością a rozwój przedsiębiorstw globalnych*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, red. E. Urbańczyk, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001, s. 183–184.

²⁶ C. Suszyński, *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw. Doświadczenia i perspektywy polskiej transformacji*, PWE, Warszawa 2003, s. 277–280.

W efekcie konsolidacji (zwłaszcza międzynarodowej), która może mieć zarówno postać fuzji i przejęć, jak i wszelkiego typu aliansów strategicznych, zachodzą pewne szczególne zjawiska (efekt synergii czy korzyści aglomeracji) mające znaczący potencjał procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa. Współcześnie miarą kompetencji kadry zarządzającej (menedżerów) i jednocześnie kryterium oceny jej sprawności staje się zatem nie tyle sama umiejętność wywołania pozytywnych zjawisk, co zdolność do wykorzystania ich jako narzędzi budowania trwałej pozycji rynkowej przedsiębiorstwa w warunkach konkurencyjnego rynku a zatem w perspektywie długookresowej.

Podsumowując, należy z pewnością dostrzec istotny wpływ zmian zachodzących w gospodarce światowej na ewoluowanie rynku przedsiębiorstw. Postępujący proces globalizacji i liberalizacji sprawia, że siła tego oddziaływania rośnie. W dobie kapitalizmu przedsiębiorczego czy nawet menedżerskiego przeobrażenia dokonujące się na arenie międzynarodowej miały ograniczoną możliwość oddziaływania na sektor zarządzania przedsiębiorstwami. Nowa faza kapitalizmu charakteryzuje się natomiast występowaniem szybkich i bezpośrednich interakcji między systemem gospodarki światowej: jego strukturą, organizacją, dynamiką a rynkiem przedsiębiorstw. Współczesne przedsiębiorstwa są, bowiem istotnymi elementami konstytuującymi strukturę gospodarki światowej i kreującymi wewnętrzne powiązania w niej występujące. Korporacje chcąc uzyskać liczącą się pozycję w gospodarce światowej podjęły kroki w kierunku pogłębiania współpracy, czerpiąc wzorce z procesu integracji państw narodowych (integracja regionalna a następnie transkontynentalna²⁷). Niejako przeciwwagą dla postępującej konsolidacji przedsiębiorstw jest z kolei integracja inwestorów, czyli rozwój i wzrost znaczenia na arenie międzynarodowej grup inwestorskich. Każdy etap rozwoju gospodarki odpowiada, zatem określonym fazom kapitalizmu i stanowi odzwierciedlenie siły zależności, zachodzących między poziomem mikro i makroekonomicznym z gospodarki światowej.

²⁷ Procesy integracji państw narodowych zwykle rozpoczynają się od współpracy w konkretnej dziedzinie (preferencyjny obszar handlu), następnie tworzone są strefy wolnego handlu obejmujące zwykle państwa regionu. Kolejny etap to pogłębianie współpracy handlowej (unia celna). Następnie dopiero rozwija się pozahandlowe obszary, obejmujące wszystkie czynniki wytwórcze (wspólny rynek dotyczy bowiem już czterech wolności – swobody obrotu towarami, usługami, kapitałem i siłą roboczą). Kolejne etapy integracji: unia ekonomiczna, unia walutowa, pełna integracja muszą zostać poprzedzone wcześniejszym przygotowaniem (wymagane jest zwykle spełnienie określonych kryteriów wejścia- np. wskaźniki konwergencji w budowie UGW UE). Podobnie przebiega integracja wszelkiego typu organizacji (w tym przedsiębiorstw). Rozwój współpracy w sensie zasięgu geograficznego także jest stopniowy, od najbliższych sąsiadów (dla państw-krajów położonych blisko geograficznie a dla przedsiębiorstw w ramach branży) po często odległe obszary. Przykład dla integracji państw: CUFSTA (Kanada – Stany Zjednoczone), NAFTA (Kanada – Stany Zjednoczone – Meksyk), po FTAA – integracja obu Ameryk.

Magdalena Rosińska

**CHANGES IN THE WORLD ECONOMY – ENTERPRISES' POINT OF VIEW.
PHASES OF CAPITALISM DEVELOPMENT AND THEIR INFLUENCE
ON BUSINESS ENTITIES**

The changes which take place in world economy influence the organizational systems and strategies of global market payers. It seems that the most important participants of that process are international corporations. Their position is the consequence of the capitalism transformation and its evolution from the enterprise to management and later investors' form.

The main aim of the paper is to prove the necessity of change in enterprises' management systems as a consequence of world economy evolution. The article comprises three parts. In the first one author presents economic system evolution from the phases of enterprise capitalism to its management form. In the second part of the paper the investment capitalism and rules of its controlling mechanisms (corporation supervision) is described. The last part of the article is dedicated to analyze the importance of investors' groups in enterprise development strategies.