

IDŹ DO

PRZYKŁADOWY ROZDZIAŁ

SPIS TREŚCI

KATALOG KSIĄŻEK

KATALOG ONLINE

ZAMÓW DRUKOWANY KATALOG

TWÓJ KOSZYK

DODAJ DO KOSZYKA

CENNIK I INFORMACJE

ZAMÓW INFORMACJE  
O NOWOŚCIACH

ZAMÓW CENNIK

CZYTELNIA

FRAGMENTY KSIĄŻEK ONLINE

## Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka. Wydanie II

Autor: Aswath Damodaran

Tłumaczenie: Tomasz Rzychoń

ISBN: 978-83-246-0121-9

Tytuł oryginału: [Corporate Finance: Theory and Practice](#)

Format: A5, stron: około 1500



### Zarządzanie finansami firmy

- Decyzje inwestycyjne i finansowe przedsiębiorstw
- Wycena firmy i opcji realnych
- Szablony MS Excel do analizy finansowej

*Finanse korporacji, czyli skąd bierze się wartość firmy.*

Każda ważna decyzja w firmie ma złożone konsekwencje finansowe. Aswath Damodaran dostrzega je i łączy w spójną całość: w finanse korporacji. Omawia decyzje finansowe i inwestycyjne firmy, wychodząc od podstaw akademickich i kończąc na prawdziwych sytuacjach, z jakimi stykają się inwestorzy i dyrektorzy zarządzający na całym świecie.

Książka jest współczesnym kompendium wiedzy o zarządzaniu finansami firmy. Zawiera mnóstwo przykładów i zadań przydatnych studentom i wykładowcom. Z kolei analitycy i dyrektorzy finansowi znajdą w niej nowe rozwiązania znanych problemów oraz odpowiedzi na kluczowe pytania:

- Jakie kryteria przyjąć do oceny projektów inwestycyjnych? Jak wyceniać ryzyko inwestycji? Jak prognozować korzyści i koszty inwestycji? Kiedy wycofywać się z nietrafionych projektów?
- Czym finansować rozwój firmy? Akcje, obligacje, opcje oraz innowacyjne i hybrydowe instrumenty finansowe.
- Gdzie są ukryte korzyści podatkowe? Amortyzacja, podatek od zysków kapitałowych, podatek od dywidendy, odsetki od kredytów i leasing operacyjny.
- Jak walczyć o przychylność inwestorów? Oceny nadawane przez agencje ratingowe, przyciąganie pożądanego akcjonariatu, ustalanie właściwej dywidendy.
- Jak opłacalne są fuzje i przejęcia? Wycena wartości synergii, uzasadnione i nieuzasadnione motywy fuzji i przejęć, reakcje rynku na informacje o fuzjach i przejęciach, wykupy lewarowane (LBO).
- Jak wyceniać opcje realne? Dodatkowe możliwości wbudowane w projekty inwestycyjne firmy.
- Ile firma powinna wypłacać tytułem dywidendy?
- Jakimi metodami wyceniać akcje firmy?
- Jak motywować zarządzających? Opcje menedżerskie i środki finansowe dyscyplinujące menedżerów.
- Czy opłaca się wydzielać z firmy oddziały i spółki zależne? Spinoff, dezinvestycje, carve-out, split-up, akcje typu tracking stock.
- Jak zarządzać zapasami, kredytem kupieckim i środkami pieniężnymi?

# Spis treści

O autorze	21
Wprowadzenie	23
Jak czytać tę książkę?	29

## CZĘŚĆ PIERWSZA

## WPROWADZENIE DO FINANSÓW PRZEDSIĘBIORSTW

35

---

<b>Rozdział 1.</b>	<b>Wprowadzenie do finansów przedsiębiorstw 37</b>
	Finanse przedsiębiorstw i firma 37
	Podstawowe zasady finansów przedsiębiorstw 38
	Decyzje w finansach przedsiębiorstw, wartość firmy i wartość kapitału własnego 45
	Narzędzia finansów przedsiębiorstw 46
	Podsumowanie 47
<b>Rozdział 2.</b>	<b>Cel finansów przedsiębiorstwa 49</b>
	Maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy jako cel w podejmowaniu decyzji 50
	Dlaczego potrzebny jest jeden cel? 51
	Cechy właściwego celu 52
	Dlaczego finanse przedsiębiorstw koncentrują się na maksymalizowaniu ceny akcji? 53
	Kiedy maksymalizowanie ceny akcji jest jedynym celem potrzebnym firmie? 54
	Maksymalizowanie ceny akcji i koszty agencji 56
	Akcjonariusze i menedżerowie 58
	Akcjonariusze i obligatariusze 66
	Firma i rynki finansowe 68
	Firma i społeczeństwo 74
	Maksymalizowanie ceny akcji i koszty agencji 75
	Alternatywy maksymalizowania ceny akcji 76
	Inny system dyscyplinowania menedżerów 77
	Wybieranie innego celu 79
	Maksymalizowanie ceny akcji i obniżanie kosztów agencji 81
	Akcjonariusze i menedżerowie 82
	Akcjonariusze i obligatariusze 85

- Firmy i rynki finansowe 86
- Firmy i społeczeństwo 88
- Postscriptum — ograniczenia finansów przedsiębiorstw 90
- Podsumowanie 91
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Analiza ładu korporacyjnego 94

**Rozdział 3. Wartość pieniądza w czasie 99**

- Intuicyjne rozumienie wartości pieniądza w czasie 100
- Przepływy pieniężne i oś czasu 101
- Wartość pieniądza w czasie — składanie i dyskontowanie 103
  - Składanie 103
  - Dyskontowanie 104
  - Częstość dyskontowania i składania 108
- Wartość pieniądza w czasie — stałe płatności i renta wieczysta 111
  - Stale płatności 111
  - Płatności rosnące 122
  - Renta wieczysta 124
  - Rosnąca renta wieczysta 125
- Podsumowanie 127

**Rozdział 4. Sprawozdania finansowe 133**

- Podstawowe elementy sprawozdania finansowego 134
- Potrzeby informacyjne 135
- Wycena aktywów 138
  - Zasady rachunkowości w kwestii wyceny aktywów 138
  - Określanie wartości aktywów 139
  - Jak dobrze księgowi dzielą aktywa na kategorie i wyceniają je? 146
- Wycenianie źródeł finansowania 153
  - Zasady rachunkowości w kwestii wyceny zobowiązań i kapitału własnego 153
  - Określanie wartości pasywów 154
  - Jak dobrze księgowi wyceniają zobowiązania i kapitał własny firmy? 163
- Mierzenie zysków i rentowności 167
  - Księgowe zasady określania zysków i rentowności 167
  - Mierzenie zysku księgowego i rentowności firmy 168
  - Jak dobrze księgowi mierzą rentowność? 182
- Mierzenie ryzyka 184
  - Zasady rachunkowości w kwestii mierzenia ryzyka 184
  - Księgowe miary ryzyka 185
  - Jak dobrze księgowi mierzą ryzyko firmy? 195
- Standardy i praktyki rachunkowości — różnice 195
- Podsumowanie 200
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Analiza finansowa danych księgowych 205

**Rozdział 5. Wartość i cena — wprowadzenie 209**

- Dlaczego wycena jest potrzebna? 210
- Wycena aktywów generujących gwarantowane przepływy pieniężne 211
  - Obligacje zerokuponowe wolne od ryzyka 211
  - Obligacje kuponowe wolne od ryzyka 212

Wartość obligacji, wrażliwość na zmiany stopy procentowej i duration	214
Nowy element przy wycenie — niepewność	216
Wycena aktywów obarczonych ryzykiem niedotrzymania warunków	217
Wycena aktywów z ryzykiem udostępnienia kapitału własnego	221
Wycena aktywów o nieskończonej długości życia	225
Wycena kapitału własnego i firmy	225
Wycena kapitału własnego i dywidendy	226
Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli (FCFE)	230
Od wyceny kapitału własnego do wyceny firmy	233
Wycena aktywów generujących przepływy warunkowe (opcji)	236
Przepływy pieniężne z opcji	236
Czynniki kształtujące wartość opcji	238
Prosty model wyceny opcji	240
Model dwumianowy	240
Ceny rynkowe i wartość	246
Proces kształtowania cen rynkowych	246
Informacje, oczekiwania i ceny	247
Efektywność rynku	248
Testowanie efektywności rynku	250
Podsumowanie	252

**Rozdział 6.**

<b>Ryzyko — podstawy</b>	<b>257</b>
Czym jest ryzyko?	258
Przesłanki analizowania ryzyka	259
Ryzyko powierzenia kapitału własnego i oczekiwana stopa zwrotu	260
Definicja ryzyka	260
Ryzyko dywersyfikowalne i niedywersyfikowalne	265
Modele ryzyka rynkowego	276
Analiza porównawcza modeli ryzyka i stóp zwrotu	290
Modele ryzyka niedotrzymania warunków	294
Czynniki kształtujące ryzyko niedotrzymania warunków	295
Oceny ratingowe obligacji	295
Podsumowanie	299
Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Analiza ryzyka i stóp zwrotu dla akcjonariuszy	306

**CZĘŚĆ DRUGA****ANALIZA DECYZJI INWESTYCYJNYCH****309****Rozdział 7.**

<b>Minimalna wymagana stopa zwrotu z inwestycji firmy</b>	<b>311</b>
Koszt kapitału własnego i długu	312
Po co określać minimalną wymaganą stopę zwrotu z inwestycji dla firmy?	312
Koszt kapitału własnego	314
Stopa wolna od ryzyka	314
Premia za ryzyko	318
Wskaźniki beta	326
Obliczanie kosztu kapitału własnego	349
Ryzyko, koszt kapitału własnego i firmy nienotowane na giełdzie	350

- Od kosztu kapitału własnego do kosztu całego kapitału firmy 351
  - Obliczanie kosztu długu 352
  - Obliczanie kosztu hybrydowych papierów wartościowych 354
  - Obliczanie wag długu i kapitału własnego 357
  - Obliczanie średniego ważonego kosztu kapitału 361
- Najlepsze praktyki firm 362
- Podsumowanie 363
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Analiza ryzyka i stóp zwrotu dla akcjonariuszy 371

**Rozdział 8. Minimalna wymagana stopa zwrotu z projektów 375**

- Czym jest projekt? 376
- Minimalna wymagana stopa zwrotu z projektu 377
- Ryzyko kapitału własnego i koszt kapitału własnego na poziomie projektu 379
  - Źródła ryzyka powierzenia kapitału własnego w projekcie 379
  - Dywersyfikowalne i niedywersyfikowalne ryzyko projektu 381
  - Ryzyko powierzenia kapitału własnego na poziomie projektu z punktu widzenia zdywersyfikowanego inwestora 383
  - Mierzenie kosztu kapitału własnego na poziomie projektu 389
- Ryzyko niedotrzymania warunków i koszt długu dla projektu 398
- Struktura finansowania i średni ważony koszt kapitału dla projektu 399
- Korygowanie stopy zwrotu o ryzyko projektu 401
  - Dostosowywanie stopy dyskontowej 402
  - Dostosowywanie oczekiwanych przepływów pieniężnych 403
- Metody korygowania stopy zwrotu o ryzyko projektu 406
- Błędy często popełniane w ocenie ryzyka projektu 407
- Podsumowanie 408
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Analiza ryzyka i stóp zwrotu dla segmentów firmy i projektów 414

**Rozdział 9. Zysk księgowy i przepływy pieniężne z projektu 417**

- Przychody i koszty projektu 418
  - Doświadczenie i historia 418
  - Badanie rynku 421
  - Analiza scenariuszy 423
  - Błąd szacunku i ryzyko 426
- Od prognozy operacyjnej do księgowej 427
  - Dlaczego prognoza zysku księgowego z projektu jest potrzebna? 427
  - Zysk operacyjny 427
  - Od zysku operacyjnego do zysku netto z projektu 431
- Od zysku księgowego z projektu do przepływów pieniężnych tego projektu 434
  - Zysk księgowy a przepływy pieniężne 436
- Od przepływów pieniężnych z projektu do przepływów przyrostowych 442
  - Nieprzyrostowe przepływy pieniężne 443
  - Po co uwzględniać koszty przyrostowe? 446
- Przepływy pieniężne ważone w czasie 449
  - Ważenie przepływów w czasie 449
  - Decyzje inwestycyjne i przepływy ważone w czasie 450

- Przepływy ważone w czasie — wnioski 451  
 Podsumowanie 452  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Prognozowanie zysku księgowego i przepływów pieniężnych 458
- Rozdział 10. Zasady podejmowania decyzji inwestycyjnych 461**  
 Czym jest zasada podejmowania decyzji inwestycyjnych? 462  
 Podział zasad podejmowania decyzji inwestycyjnych 463  
 Zasady oparte na zysku księgowym 463  
 Miary rentowności projektu oparte na przepływach pieniężnych 472  
 Miary rentowności projektu oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych 478  
 Porównanie zasad podejmowania decyzji inwestycyjnych 492  
 NPV i IRR — porównanie 492  
 Jakie miary rentowności projektu są najczęściej stosowane przez firmy? 498  
 Podsumowanie 500  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Dobieranie zasad podejmowania decyzji inwestycyjnych 506
- Rozdział 11. Ryzyko inflacji i walutowe w decyzjach inwestycyjnych 509**  
 Inflacja w analizie projektów 510  
 Czym jest inflacja? 510  
 Oczekiwana inflacja w analizie projektu 513  
 Wpływ nieoczekiwanej inflacji na NPV projektu 515  
 Analiza projektów zagranicznych 519  
 Wprowadzenie do stóp procentowych 520  
 Stopa dyskontowa dla projektów zagranicznych 528  
 Przepływy pieniężne z projektu zagranicznego 534  
 Inne zagadnienia związane z przepływami pieniężnymi z projektów zagranicznych 540  
 Projekty krajowe obciążone ryzykiem międzynarodowym 541  
 Zarządzanie ryzykiem projektu 542  
 Czy firma powinna zarządzać ryzykiem projektu? 543  
 Jak zarządzać ryzykiem projektu? 544  
 Podsumowanie 553  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:  
 Analizowanie inflacji i ryzyka zagranicznego 558
- Rozdział 12. Relacje pomiędzy projektami — uboczne koszty i korzyści 561**  
 Projekty wzajemnie wykluczające się 562  
 Projekty o takim samym czasie trwania 562  
 Projekty o różnych okresach trwałości 567  
 Projekty wykluczające się — inwestycje odtworzeniowe 574  
 Racjonowanie kapitału 576  
 Przyczyny racjonowania kapitału 576  
 Selekcja projektów w sytuacji racjonowania kapitału 580  
 Koszty uboczne projektów 584  
 Koszty utraconych możliwości 585  
 Kanibalizacja produktów 591  
 Korzyści uboczne projektów — synergia 596

- Opcje wbudowane w projekty 599
  - Składniki opcji 599
  - Opcja opóźnienia projektu 600
  - Opcja rozszerzenia projektu 602
  - Opcja porzucenia projektu 603
  - Wbudowywanie opcji w analizę projektu 604
- Podsumowanie 605

**Rozdział 13. Niegotówkowe inwestycje w kapitał obrotowy 613**

- Niegotówkowy kapitał pracujący 614
- Kapitał pracujący przy analizie inwestycji 617
  - Określanie zapotrzebowania na kapitał pracujący 618
  - Wpływ kapitału pracującego na przepływy pieniężne 620
  - Kapitał pracujący i NPV 622
- Dobre i złe strony ograniczania kapitału pracującego 624
  - Wpływ kapitału pracującego na przepływy pieniężne projektu 625
  - Wpływ kapitału pracującego na płynność finansową 625
  - Wpływ kapitału pracującego na działalność operacyjną 626
  - Optymalny poziom kapitału pracującego 626
  - Zarządzanie kapitałem pracującym w różnych branżach 629
- Składniki niegotówkowego kapitału pracującego 632
  - Zapasy 632
  - Kredytowanie klientów — należności bieżące 642
  - Finansowanie kredytu kupieckiego
    - zobowiązania bieżące z tytułu dostaw i usług 649
- Podsumowanie 652
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:
  - Analiza kapitału pracującego 658

**Rozdział 14. Inwestycje w gotówkę i papiery wartościowe przeznaczone do obrotu 661**

- Gotówka operacyjna 662
  - Powody trzymania gotówki operacyjnej 662
  - Ile gotówki operacyjnej firma powinna trzymać? 663
  - Wpływ wielkości gotówki operacyjnej na wartość firmy 667
  - Obniżanie wymaganego poziomu gotówki operacyjnej 668
- Płynne papiery wartościowe o niskim ryzyku 670
  - Zasady inwestowania w płynne papiery wartościowe o niskim ryzyku 671
  - Gotówka i płynne papiery wartościowe o niskim ryzyku 677
  - Wpływ papierów do obrotu na wartość firmy 678
- Papiery wartościowe o wysokim ryzyku 685
  - Motywy inwestowania w papiery wartościowe o wysokim ryzyku 686
  - Księgowanie inwestycji w papiery wartościowe o wysokim ryzyku 689
  - Wpływ papierów wartościowych z wyższym ryzykiem na wartość firmy 690
- Gotówka w firmach w USA 691
- Podsumowanie 694
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:
  - Analiza gotówki i papierów wartościowych do obrotu 699

- Rozdział 15. Zwrot z inwestycji i strategia korporacji 701**  
 Analiza istniejących inwestycji firmy 702  
     Analiza na poziomie indywidualnych projektów  
     na podstawie przepływów pieniężnych 702  
     Analiza portfela projektów firmy 704  
 Źródła dobrych projektów 711  
     Konkurencyjne rynki produktów, bariery wejścia na rynek  
     i dobre projekty 711  
     Działania menedżerów i stopa zwrotu 718  
     Przejęcia 719  
     Strategia korporacji i jakość projektów 721  
 Złe projekty — skąd wzięły się niepowodzenia 724  
     Przyczyny porażek projektów 724  
     Metody postępowania ze złymi inwestycjami 729  
 Podsumowanie 737  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:  
     Analiza istniejących inwestycji firmy 743

**CZĘŚĆ TRZECIA****ANALIZA DECYZJI FINANSOWYCH****747**

- 
- Rozdział 16. Przegląd źródeł finansowania 749**  
 Rozróżnienie pomiędzy długiem i kapitałem własnym 750  
 Finansowanie firmy kapitałem własnym 752  
     Źródła kapitału własnego w firmie nienotowanej na giełdzie 752  
     Źródła kapitału własnego w spółce publicznej 754  
 Finansowanie firmy długiem 759  
     Kredyt bankowy 759  
     Obligacje 760  
     Leasing 766  
 Hybrydowe papiery wartościowe 774  
     Obligacje zamienne 775  
     Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy 779  
     Obligacje z oprocentowaniem powiązaniem z sytuacją emitenta 782  
 Podsumowanie 784  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:  
     Analiza bieżących możliwości finansowych firmy 788
- Rozdział 17. Proces finansowania 791**  
 Dostępne instrumenty finansowe i cykl życia firmy 792  
     Finansowanie wewnętrzne i zewnętrzne 792  
     Wzrost, ryzyko i finansowanie 794  
     Jak naprawdę firmy pozyskują fundusze? 796  
 Proces pozyskiwania kapitału 804  
     Faza ekspansji i pozyskiwanie kapitału private equity 805  
     Faza szybkiego wzrostu i pierwsza oferta publiczna 809  
     Źródła finansowania spółki giełdowej 818  
 Podsumowanie 825  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:  
     Badanie instrumentów finansowych w cyklu życia firmy 829
- Rozdział 18. Struktura finansowania — teoria i praktyka 833**



- Korzyści z finansowania firmy długiem 834
  - Korzyść podatkowa 834
  - Zdyscyplinowanie menedżerów 838
- Koszty długu 841
  - Oczekiwany koszt bankructwa spowodowanego zadłużeniem 841
  - Koszty agencji w finansowaniu firmy długiem 846
  - Utrata elastyczności 852
- Dług czy kapitał własny — wnioski 853
  - Koszty i korzyści finansowania firmy kapitałem własnym 854
  - Podjęcie menedżerów do długu i kapitału własnego 856
- Nie ma optymalnej struktury kapitału 858
  - Nieistotność zadłużenia w świecie bez podatków 858
  - Nieistotność zadłużenia w świecie z podatkami 860
  - Nieistotność długu dla wartości firmy — wnioski 863
  - Istotność twierdzenia Millera – Modiglianiego 864
- Optymalna struktura kapitału 865
  - Uzasadnienie optymalnej struktury kapitału 866
  - Dowody empiryczne
    - na istnienie optymalnej struktury finansowania 866
- Jak firmy wybierają strukturę kapitału 868
  - Struktura finansowania a faza w cyklu życia firmy 869
  - Struktura finansowania firm porównywalnych 871
  - Kolejność źródeł finansowania 872
- Podsumowanie 875
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:
  - Wybór struktury finansowej 881

## Rozdział 19.

- Optymalna struktura finansowania 885**
- Sposób 1. Rozkład prawdopodobieństwa odchyień przyszłego zysku operacyjnego 886
  - Kroki przy wyznaczaniu optymalnej struktury finansowania (sposób 1.) 886
  - Ograniczenia sposobu 1. 889
  - Ulepszenia sposobu 1. 890
- Sposób 2. Średni ważony koszt kapitału 891
  - Średni ważony koszt kapitału i wartość firmy 891
  - Kroki przy wyznaczaniu optymalnej struktury finansowania (sposób 2.) 894
  - Ograniczenia sposobu 2. 910
  - Inne zastosowania sposobu 2. 915
- Sposób 3. Zwrot z kapitału własnego i koszt kapitału własnego 921
  - Kroki przy wyznaczaniu optymalnej struktury finansowania (sposób 3.) 921
  - Ograniczenia sposobu 3. 925
- Sposób 4. Skorygowana wartość bieżąca 926
  - Kroki przy wyznaczaniu optymalnej struktury finansowania (sposób 4.) 926
  - Korzyści i ograniczenia sposobu 4. 932
- Sposób 5. Analiza porównawcza 932
  - Porównanie ze średnią branżową 933
  - Uwzględnianie różnic pomiędzy firmami z jednej branży 934

Wybór optymalnego wskaźnika zadłużenia 937  
 Podsumowanie 938  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:  
 Optymalna struktura finansowania 950

**Rozdział 20. Struktura finansowania — wybór 953**

Wybór struktury finansowania 954  
 Brak dostosowania, dostosowanie stopniowe i natychmiastowe 954  
 Dostosowywanie struktury finansowania 959  
 Wybór właściwych instrumentów finansowych 971  
 Uzgodnianie przepływów pieniężnych  
 z instrumentów finansowych z przepływami z aktywów 973  
 Implikacje podatkowe 985  
 Spojrzenie od strony agencji ratingowych,  
 analityków papierów wartościowych i władz 985  
 Konsekwencje asymetrii informacji 987  
 Ograniczanie kosztów agencji 988  
 Podsumowanie 990  
 Podsumowanie 999  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:  
 Rozważenie optymalizacji wskaźnika zadłużenia firmy 1007

**CZĘŚĆ CZWARTA**

**ANALIZA DECYZJI W ZAKRESIE DYWIDENDY**

**1011**

**Rozdział 21. Polityka dywidendy 1013**

Podstawowe aspekty polityki dywidendy 1014  
 Proces dywidendy 1014  
 Miary polityki dywidendy 1016  
 Dowody empiryczne — polityka dywidendy 1019  
 Koncepcja pierwsza — dywidenda nie ma znaczenia 1024  
 Założenia koncepcji pierwszej 1025  
 Dowód na nieistotność dywidendy 1025  
 Polityka dywidendy przy założeniu nieistotności dywidendy 1028  
 Koncepcja druga — dywidenda jest zła 1029  
 Podatek dochodowy a podatek od zysków kapitałowych 1029  
 Czas powstania zobowiązania podatkowego 1030  
 Mierzenie straty podatkowej z dywidendy 1031  
 Koncepcja trzecia — dywidenda jest dobra 1036  
 Pozorne korzyści z dywidendy 1036  
 Rzeczywiste korzyści z dywidendy 1039  
 Podsumowanie 1047  
 Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:  
 Korzyści i koszty dywidendy 1050

**Rozdział 22. Gotówka zwracana akcjonariuszom 1053**

Wykupowanie własnych akcji 1054  
 Wpływ wykupu własnych akcji na wartość firmy 1054  
 Skala wykupu własnych akcji 1055  
 Analiza polityki dywidendy od strony przepływów pieniężnych 1057  
 Krok 1. Ile gotówki firma jest w stanie zwracać akcjonariuszom?  
 1057

- Krok 2. Ocena istniejących i nowych inwestycji firmy 1064
- Krok 3. Jakość projektów firmy i wysokość dywidendy 1068
- Krok 4. Ocena polityki dywidendy
  - w oparciu o wskaźnik zadłużenia 1075
- Analiza dywidendy firm porównywalnych 1077
  - Porównanie z firmami w jednej branży 1077
  - Porównanie z firmami na całym rynku 1080
- Zmiana polityki dywidendy 1083
  - Dowody empiryczne 1083
  - Wnioski dla firmy 1085
- Podsumowanie 1086
- Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:
  - Analiza polityki dywidendy 1093

- Rozdział 23. Inne formy dywidendy — wykup akcji, spinoffy i dezinwestycje 1097**
- Inne sposoby zwracania gotówki akcjonariuszom 1098
    - Wykup akcji 1099
    - Kontrakty forward na wykupy własnych akcji 1108
  - Podział akcji i dywidenda wypłacana w formie akcji 1109
    - Podział akcji 1110
    - Dywidenda w formie akcji 1113
  - Dezinwestycje i inne formy dekomponowania aktywów firmy 1114
    - Dezinwestycje 1115
    - Spinoff, splitoff i splitup 1118
    - Wyodrębnienie kapitału (equity carve-out) 1124
    - Akcje typu tracking stock 1128
  - Dezinwestycje, spinoffy, carve-out i tracking stock — porównanie 1132
    - Wspólne cele 1132
    - Kluczowe różnice 1133
    - Wybór właściwej opcji 1135
  - Podsumowanie 1136
  - Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym:
    - Wybór sposobu zwracania akcjonariuszom gotówki 1140

**CZĘŚĆ PIĄTA****WYCENA****1143**

- Rozdział 24. Wycena — zasady i praktyka 1145**
- Wycena według zdyskontowanych przepływów pieniężnych 1146
    - Wolne przepływy pieniężne firmy (FCFF) 1147
    - Oczekiwana stopa wzrostu 1155
    - Stopa dyskontowa 1159
    - Okres trwałości aktywów 1161
    - Brakująca część wartości firmy 1167
    - Końcowy etap wyceny firmy 1174
    - Wycena kapitału własnego metodą bezpośrednią 1177
  - Wycena relatywna 1182
    - Standaryzowanie wartości porównywanych aktywów 1182
    - Zmienne wpływające na zmiany wskaźników krotności 1183
    - Analiza firm porównywalnych 1186

Wycena według zdyskontowanych przepływów  
i wycena relatywna — różnice 1193  
Podsumowanie 1194  
Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Wycena 1202

- Rozdział 25. Powiększanie wartości — narzędzia i techniki 1205**  
Tworzenie wartości  
od strony zdyskontowanych przepływów pieniężnych 1206  
Działania kreujące wartość i neutralne dla wartości firmy 1206  
Sposoby powiększania wartości firmy 1208  
Łańcuch powiększania wartości 1228  
Nie tylko tradycyjny model wyceny 1231  
Ekonomiczna wartość dodana (EVA) 1234  
Stopa zwrotu z inwestycji  
oparta na przepływach pieniężnych (CFROI) 1248  
CFROI, wewnętrzna stopa zwrotu  
i wartość zdyskontowanych przepływów pieniężnych 1250  
CFROI i wartość firmy 1254  
Jeszcze o powiększaniu wartości 1256  
Podsumowanie 1257  
Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Powiększanie wartości 1264

- Rozdział 26. Wykupy i przejęcia 1267**  
Streszczenie wiedzy o wykupach i przejęciach 1268  
Rodzaje przejęć 1268  
Proces przejęcia 1269  
Krótka historia fuzji i przejęć w USA 1270  
Wpływ fuzji i przejęć na wartość firmy — dowody empiryczne 1272  
Etapy przejęcia 1274  
Etap 1. Sprecyzowanie motywów i strategii przejęcia 1274  
Etap 2. Wybór i wycena firmy przejmowanej 1281  
Etap 3. Określenie ceny oraz źródeł  
i formy sfinansowania przejęcia 1300  
Etap 4. Integrowanie firm po przejęciu 1310  
Ograniczenia w przejmowaniu firm 1315  
Jakość zarządzania i wykupy lewarowane 1318  
Podsumowanie 1323  
Prawdziwe firmy w czasie rzeczywistym: Analiza przejęć 1329

## CZĘŚĆ SZÓSTA

## WYCENA A DECYZJE W FINANSACH PRZEDSIĘBIORSTW

1335

- Rozdział 27. Zastosowania opcji w finansach przedsiębiorstw 1337**  
Podstawy wyceny opcji 1338  
Modele wyceny opcji inne niż model dwumianowy 1338  
Opcje egzotyczne i realne 1345  
Opcje w analizie decyzji inwestycyjnych 1349  
Opcja opóźnienia realizacji projektu 1350  
Opcja poszerzenia zakresu projektu 1362  
Kiedy opcja opóźnienia lub poszerzenia projektu  
ma dużą wartość? 1368  
Opcja porzucenia projektu 1370

Zastosowania opcji w wycenie	1373
Wycena firm posiadających patenty lub licencje	1374
Wycena surowców naturalnych firmy	1376
Wycena kapitału własnego likwidowanej firmy	1377
Model wyceny opcji w polityce finansowej i dotyczącej dywidendy	1386
Konflikt pomiędzy obligatariuszami i akcjonariuszami	1386
Projektowanie i wycena papierów wartościowych	1388
Wartość elastyczności finansowej	1389
Podsumowanie	1394

<b>Rozdział 28.</b>	<b>Z powrotem do podstawowych zasad</b>	<b>1401</b>
	Podsumowanie podstawowych zasad	1401
	Zasada inwestowania	1402
	Zasada finansowania	1403
	Zasada dywidendy	1405
	Zależności pomiędzy zasadami finansów korporacji	
	i ich wpływ na cykl życia firmy	1405
	Współzależności pomiędzy zasadami finansów korporacji	1406
	Zasady finansów korporacji i cykl życia firmy	1406
	Fundamentalne założenia finansów korporacji	1408
	Miej do rynku zaufanie, ale ograniczone...	1408
	Przyszłość, a nie przeszłość...	1410
	Pokaż pieniądze...	1410
	Oczami marginalnego akcjonariusza...	1412
	Podsumowanie	1413



## CEL FINANSÓW PRZEDSIĘBIORSTWA

**M**enedżerowie Boeinga, decydując się na inwestycję w Super Jumbo Jeta i zastosowanie właściwej struktury finansowania, mogą oceniać to posunięcie wieloma miarami. Mogą powołać się na fakt, że inwestycja podniosłaby udział firmy w rynku w stosunku do udziału głównego konkurenta, Airbusa. Mogą preferować projekt z uwagi na jego duże znaczenie dla przychodów firmy w przyszłych latach. Mogą zwrócić szczególną uwagę na jego wpływ na przychody firmy w ciągu zaledwie kilku następnych lat. Która z miar wartości tego projektu jest właściwa? Z punktu widzenia finansów przedsiębiorstwa odpowiedź jest zdecydowanie jedna: Boeing powinien zainwestować w Super Jumbo Jeta, jeśli wartość firmy dzięki temu wzrośnie; w takim przypadku akcjonariusze staną się bardziej zamożni, co znajdzie odbicie we wzroście ceny akcji spółki. Cel maksymalizowania wartości firmy dotyczy zarówno Boeinga, jak i małych firm nienotowanych na giełdzie.

Cel finansów przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy, stanowi zarówno mocną, jak i słabą stronę całej dyscypliny. W tym rozdziale spróbuję odpowiedzieć, dlaczego przeszedłem od maksymalizowania wartości firmy do maksymalizowania bogactwa akcjonariuszy i dlaczego to drugie stało się dla mnie jedynym celem dyscypliny. Następnie omówię niektóre ograniczenia takiej definicji celu, z uwzględnieniem korzyści i motywów różnych interesariuszy: menedżerów, akcjonariuszy i pożyczkodawców firmy. Choć rozważam tu także inne cele niż maksymalizacja wartości firmy, kończę rozdział zdecydowanym uzasadnieniem, dlaczego wybrałem maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy mimo słabości związanych z tą opcją.

## Maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy jako cel w podejmowaniu decyzji

W rozdziale 1. podkreślałem, że celem finansów przedsiębiorstw jest maksymalizowanie wartości firmy. Pisałem, że decyzje inwestycyjne, dotyczące finansowania i podziału zysku powinny to właśnie mieć na uwadze. W tym rozdziale zawęzam definicję celu. Wynika to ze struktury firmy, zwłaszcza firmy publicznej notowanej na giełdzie. Akcjonariusze takiej firmy zatrudniają menedżerów, którzy prowadzą przedsiębiorstwo w ich imieniu. Menedżerowie decydują, w które przedsięwzięcia inwestować, jak finansować inwestycje i ile zwracać akcjonariuszom. Firma pożyczka pieniądze z banku bądź emituje obligacje. Pożyczkodawcy zawierają z firmą porozumienia, określając aktywa brane jako zabezpieczenie długu i zobowiązując firmę do określonych działań bądź zaniechań w przyszłości. Firma utrzymuje relacje z właścicielami i pożyczkodawcami, lecz pożyczkodawcy mogą zabezpieczać się przed potencjalnymi stratami. Dlatego menedżerowie powinni maksymalizować bogactwo tych, przez których zostali zaangażowani — akcjonariuszy. W ten sposób zawęziłem cel maksymalizowania wartości firmy do maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy czy też bogactwa akcjonariuszy.

Jak mierzyć bogactwo akcjonariuszy? W przypadku firm nienotowanych na giełdzie można kierować się przypuszczeniami dotyczącymi przyszłości przedsiębiorstwa. W przypadku spółki publicznej możliwą do obserwowania i prawdziwą miarą bogactwa akcjonariuszy jest cena akcji. Zatem cel maksymalizowania bogactwa akcjonariuszy można zawęzić jeszcze bardziej — do maksymalizowania ceny akcji. Jest to cel zawężony, ponieważ opiera się na założeniu, że cena akcji to dobra, o ile nie doskonała miara bogactwa akcjonariuszy. Cena akcji jest rynkową miarą bogactwa akcjonariuszy i stąd wynika jej słabość — rynek kapitałowy nie zawsze wycenia akcje w sposób efektywny.

W dalszej części rozdziału zakładam, że maksymalizowanie ceny akcji jest jedynym celem firmy. Przejdę teraz do wyjaśnienia, dlaczego potrzebny jest taki cel i dlaczego jest nim właśnie maksymalizowanie ceny akcji.

## Dlaczego potrzebny jest jeden cel?

Najpierw opiszę, czym jest cel i jaka jest jego rola w rozwijającej się teorii finansów przedsiębiorstw. Cel określa, do czego powinien dążyć decydent. Z tego wynikają kryteria wyboru używane do rozważenia konkurujących ze sobą opcji. W większości firm to menedżerowie, a nie właściciele, decydują, w co inwestować i skąd czerpać środki finansowe. Dlatego skoro maksymalizowanie ceny akcji jest celem, menedżer spośród dwóch opcji wybierze tę, która może bardziej podnieść cenę akcji. W większości przypadków cel ten można wyrazić jako maksymalizowanie jakiejś funkcji lub zmiennej — na przykład zysku czy tempa wzrostu — bądź jako minimalizowanie innej funkcji lub zmiennej, na przykład ryzyka czy kosztów.

Dlaczego zatem potrzebny jest cel? A skoro jest potrzebny, to dlaczego tylko jeden, a nie więcej? Odpowiem teraz na pierwsze z tych pytań. Jeśli nie zostanie wybrany żaden cel, nie będzie systematycznych metod podejmowania decyzji, z jakimi prędzej czy później ma do czynienia każda firma. Nie mając celu, w jaki sposób menedżerowie Boeinga mogliby zdecydować, czy inwestycja w nowego Super Jumbo Jeta jest dobra? Istnieje wiele kryteriów wyboru projektów do realizacji: od rozsądnych, jak maksymalizowanie zwrotu z inwestycji, do mniej jasnych, jak maksymalizowanie wielkości firmy. Trudno jest jednoznacznie określić relatywną wartość poszczególnych kryteriów. Gdyby decyzję podejmowali trzej menedżerowie Boeinga, a każdy zastosowałby inne kryterium, to każdy z decydentów mógłby całkiem inaczej ocenić proponowane przedsięwzięcie.

Gdybyśmy kierowali się wieloma celami, mielibyśmy do czynienia z innym problemem. Teoria zbudowana na wielu celach mających równe wagi spowodowałaby dylematy w momencie podejmowania decyzji. Załóżmy, że firma wybiera dwa cele: maksymalizowanie udziału w rynku i maksymalizowanie bieżących zysków. Jeśli projekt oferuje wzrost udziału w rynku i zysku bieżącego, podjęcie decyzji nie jest problemem. Ale co stanie się, jeśli proponowany projekt powiększa udział w rynku i jednocześnie obniża zysk bieżący? Firma z jednej strony nie powinna inwestować w projekt, ponieważ warunek bieżącego zysku nie jest spełniony, a z drugiej strony powinna się zaangażować w przedsięwzięcie, ponieważ prowadzi ono do wzrostu udziału w rynku. Cele mogą być uszeregowane według



ważności — wtedy decyzja staje się łatwiejsza, podobnie jak w przypadku, gdy cel jest tylko jeden. Co jest ważniejsze: maksymalizowanie bieżących zysków czy udziału w rynku? Jako że posiadanie wielu celów nie daje korzyści praktycznych, a teoria komplikuje się, gdy celów jest wiele, jestem zdania, że powinien istnieć tylko jeden cel.

Koszty wybrania niewłaściwego celu mogą być znaczące. W latach 80. wiele dużych linii lotniczych w USA, takich jak United czy American Airlines, koncentrowało się na powiększaniu udziału w rynku. Menedżerowie tych firm byli przekonani, że większy udział w rynku prowadzi do przywództwa cenowego, a to daje wyższy zysk. Rzeczywistość okazała się inna. Pod koniec lat 80. najbardziej zyskownym przewoźnikiem na liniach krajowych w USA były Southwest Airlines, które skoncentrowały się nie na udziale w rynku, ale na obsłudze tylko tych tras, które mogą przynosić zysk. Wiele linii lotniczych, które postawiły na powiększanie udziału w rynku, poniosło duże straty.

### Cechy właściwego celu

Jeśli chodzi o podejmowanie decyzji, firma może wybierać pomiędzy różnymi celami. Skąd wiadomo, czy wybrany cel jest właściwy? Właściwy cel powinien mieć następujące cechy:

1. Powinien być *klarowny i jednoznaczny*. Dwuznaczny cel powoduje, że zasady wyboru zmieniają się od przypadku do przypadku, zależnie od tego, kto w danej sytuacji jest decyzyjnym. Wyobraź sobie firmę, której celem jest wzrost w długim okresie. Tak określony cel jest dwuznaczny, ponieważ nie zawiera odpowiedzi na dwa pytania. Pierwsze z nich to: „Jakiej zmiennej dotyczy wzrost (przychodów, zysku operacyjnego, zysku netto czy może zysku na akcję)?”. Drugie dotyczy braku zdefiniowania długiego okresu: „O ile lat chodzi (trzy, pięć a może więcej)?”.
2. Powinien wskazywać *jednoznaczną i osadzoną w konkretnym czasie miarę*, która pozwoliłaby stwierdzić, czy decyzja była dobra, czy zła. Cele, które dobrze brzmią, ale nie definiują mechanizmu mierzenia skuteczności decyzji, są złe. Wyobraź sobie firmę w branży detalicznej, która definiuje swój cel jako maksymalizowanie satysfakcji klienta. Jak dokładnie zdefiniować i mierzyć satysfakcję klienta? Jeśli nie

istnieje dobry mechanizm mierzenia satysfakcji klienta z dokonanego zakupu, to menedżerowie nie tylko nie będą w stanie podejmować decyzji w oparciu o tę miarę, ale także nie będzie można uczynić ich odpowiedzialnymi za te decyzje.

3. Nie powinien *generować kosztów po stronie innych jednostek bądź grup*, które przeważałyby nad korzyściami dla firmy; w szczególności nie powinien powodować przerzucenia tych kosztów na społeczeństwo. Załóżmy, że firma tytoniowa definiuje swój cel jako wzrost przychodów. Menedżerowie tej firmy, aby realizować ten cel, skierują intensywną reklamę do nastolatków, ponieważ uznają to za dobry sposób podnoszenia sprzedaży. W ten sposób firma obciąża społeczeństwo znacznymi kosztami, przeważającymi wszelkie korzyści wynikające z osiągnięcia celu.

### **Dlaczego finanse przedsiębiorstw koncentrują się na maksymalizowaniu ceny akcji?**

Maksymalizowanie ceny akcji jest najwęższym i jednocześnie najbardziej powszechnym spośród celów maksymalizowania wartości firmy. Istnieją trzy powody, dla których finanse przedsiębiorstw koncentrują się na tak określonym celu. Pierwszy jest taki, że *cena akcji jest najbardziej widoczną ze wszystkich miar*, które mogą posłużyć do oceny wyników spółki giełdowej. Cena akcji, w przeciwieństwie do zysków czy przychodów aktualizowanych co kwartał czy co roku, jest nieustannie dostosowywana do pojawiających się nowych informacji o firmie. Obserwując cenę akcji, menedżerowie otrzymują natychmiastową informację zwrotną odzwierciedlającą działania inwestorów na rynku kapitałowym. Dobrym przykładem odpowiedzi rynku jest sytuacja, w której zarząd firmy ogłasza zamiar przejścia innego przedsiębiorstwa. Często zdarza się, że choć menedżerowie nakreślają wspaniały obraz planowanego przedsięwzięcia, cena akcji spółki przejmującej gwałtownie spada, a to sugeruje, że rynek jest nastawiony sceptycznie do słów zarządzających.

Drugi powód jest taki, że na rynku, na którym inwestorzy kierują się racjonalnymi przesłankami, *cena akcji odzwierciedla długookresowe efekty decyzji firmy*. W przeciwieństwie do miar przyjmowanych w rachunkowości takich, jak zysk, czy miar sprzedaży takich, jak na przykład udział w rynku, oddających

wpływ decyzji firmy na wyniki bieżące — cena akcji oddaje długookresowy wpływ decyzji firmy na jej wartość. Na rynku, na którym inwestorzy podejmują racjonalne decyzje, cena akcji odzwierciedla próby mierzenia przez nich tej wartości. Nawet jeśli rynek czasem myli się w wycenie akcji, to i tak można powiedzieć, że niedokładne oszacowanie wartości w długim okresie jest lepsze niż precyzyjna estymacja bieżących zysków, ponieważ cena akcji odzwierciedla przyszłość i jest oparta na wszystkich dostępnych informacjach.

Cena akcji jest *prawdziwą* miarą bogactwa akcjonariuszy, ponieważ właściciele *mogą sprzedać akcje i otrzymać zapłatę w każdej chwili*. Kiedy firma maksymalizuje cenę akcji, akcjonariusze mogą błyskawicznie spieniężyć akcje, jeśli zechcą.

Maksymalizowanie ceny akcji jest celem posiadającym co najmniej dwie pierwsze cechy właściwego celu. Po pierwsze, jest on jasno określony i jednoznaczny w przypadku spółek giełdowych: cena akcji jest niewątpliwie znana w każdym momencie. Po drugie, jest to miara bodaj najlepiej osadzona w czasie i najbardziej możliwa do zmierzenia, ponieważ rynek finansowy nieustannie aktualizuje cenę akcji. Jeśli chodzi o trzecie kryterium, istnieje możliwość, że maksymalizowanie ceny akcji może powodować koszty po stronie innych podmiotów. W następnym podrozdziale omawiam okoliczności, w jakich te koszty można zminimalizować bądź wyeliminować.

### **Kiedy maksymalizowanie ceny akcji jest jedynym celem potrzebnym firmie?**

W klasycznych przedsiębiorstwach menedżerowie firm koncentrują się tylko na maksymalizowaniu ceny akcji i nie muszą zwracać uwagi na korzyści i troski innych interesariuszy. Tak wąskie ukierunkowanie wydaje się ekstremalne i może być szkodliwe dla innych interesariuszy (pożyczkodawców, pracowników i społeczeństwa), lecz jest właściwe, o ile są spełnione następujące warunki:

1. Menedżerowie firmy odkładają na bok swoje własne cele i koncentrują się na maksymalizowaniu bogactwa akcjonariuszy mierzonego ceną akcji. Menedżerowie mogą to robić z obawy, że potężni akcjonariusze wymienią ich, bądź dlatego, że sami posiadają akcje firmy i maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy staje się także ich podstawowym celem.

2. Pożyczkodawcy firmy czują, że ich interes jest zabezpieczony i że firma wywiąże się z obowiązków kontraktowych. To poczucie bezpieczeństwa może wynikać z dwóch powodów. Akcjonariusze mogą obawiać się o reputację firmy i przyszłą zdolność kredytową w przypadku niespłacenia wierzycieli. Druga możliwość jest taka, że pożyczkodawcy w pełni zabezpieczają swój interes, narzucając restrykcje na dłużnika, jeśli ten podejmie jakiegokolwiek działania, z których może wynikać szkoda dla wierzycieli.
3. Menedżerowie firmy nie próbują zwodzić ani oszukiwać uczestników rynku finansowego, jeśli chodzi o przyszłą sytuację firmy, a rynek dysponuje wystarczającymi informacjami, by oceniać wpływ działań firmy na jej wartość. Zakłada się, że rynek finansowy ocenia działania firmy i ich wpływ na cenę akcji w sposób racjonalny.
4. Działania firmy nie są szkodliwe dla społeczeństwa: nie powodują problemów zdrowotnych, nie prowadzą do powstawania zanieczyszczeń, nie powodują przeciążenia infrastruktury publicznej. Wszystkie koszty generowane przez firmę maksymalizującą bogactwo akcjonariuszy mogą być kontrolowane i są ponoszone przez firmę.

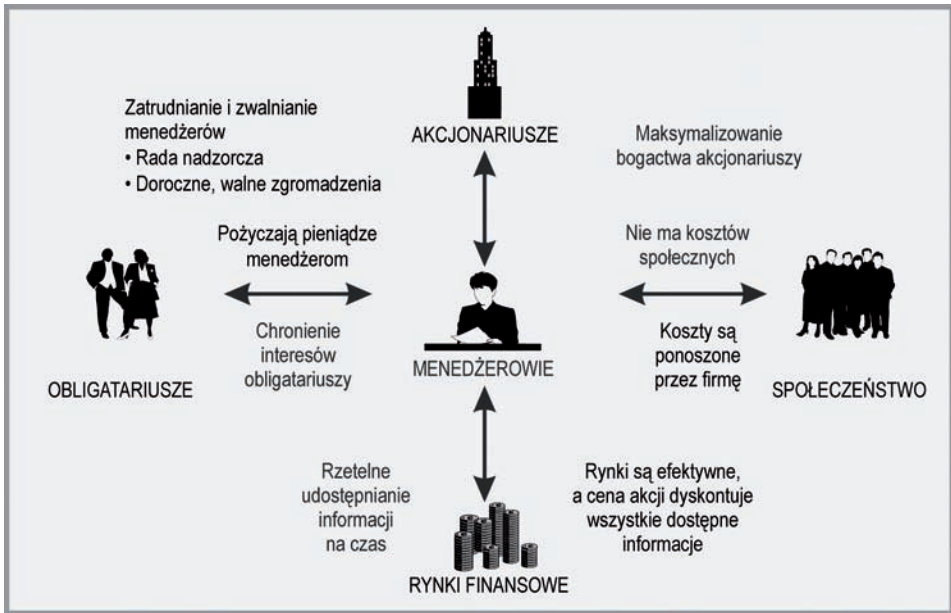
Jeśli cztery powyższe warunki są spełnione, maksymalizowaniu bogactwa akcjonariuszy nie towarzyszą straty po stronie innych interesariuszy, a wartość dla właścicieli jest odzwierciedlona w cenie akcji. Wówczas menedżerowie mogą skoncentrować się na jednym celu — maksymalizowaniu ceny akcji. Cztery warunki, które powinny być spełnione, zostały przedstawione na rysunku 2.1.



**PK (Pytanie koncepcyjne) 2.1. Al (Chainsaw) Dunlap, dyrektor zarządzający Scott Paper odpowiadający za uzdrowienie tego mającego kłopoty finansowe producenta papieru, mówił, że jego plan naprawy miał zapewnić firmie przyszłość, a akcjonariuszom — miliony. Dunlap uważał, że dyrektorzy zarządzający firm powinni koncentrować się wyłącznie na maksymalizowaniu cen akcji, ponieważ takie działanie siłą rzeczy wzbogaca społeczeństwo. Jakie warunki musiałyby być spełnione, aby argumentacja Dunlapa była prawdziwa? W jakich okolicznościach ta argumentacja okazuje się fałszywa?**<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> W latach 90. Al Dunlap zyskał reputację niezwykłego artysty-uzdrowiciela upadających firm. Jego sposób działania był prosty: ciąć aż do kości. Prasa ochrzciła go przydomkiem „Kosiarz Al”. W 1994 roku Dunlap zaczął uzdrawiać spółkę Scott Paper. W pierwszym

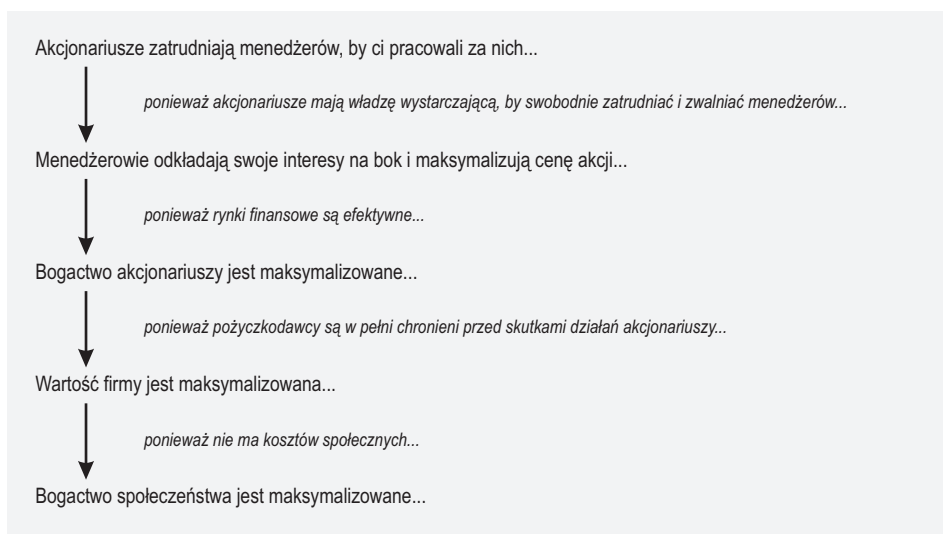


Rysunek 2.1. Maksymalizowanie ceny akcji w wyidealizowanym świecie

## Maksymalizowanie ceny akcji i koszty agencji

W idealnym świecie (w sytuacji, o jakiej pisałem w poprzednim podrozdziale) menedżerowie dążą do maksymalizowania ceny akcji z powodu władzy, jaką mają nad nimi akcjonariusze. Jeśli zarządzający na czas udostępniają uczestnikom rynków finansowych obiektywne informacje, maksymalizowanie ceny akcji oznacza także maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy. Tym samym chroniony jest interes obligatariuszy. A skoro jest maksymalizowane bogactwo akcjonariuszy, maksymalizowana jest też wartość firmy. I wreszcie przy braku kosztów społecznych bogaci się całe społeczeństwo. Taka sytuacja jest przedstawiona na rysunku 2.2.

tygodniu pracy wymienił prawie całą ekipę zarządzającą, zniszczył półki z planami strategicznymi stworzonymi przez poprzedników i zainwestował w akcje firmy 4 miliony dolarów z własnej kieszeni, aby udowodnić lojalność i zaangażowanie wobec akcjonariuszy. Po krótkim czasie Dunlap wprowadził drastyczne zmiany: zwolnił znaczną część pracowników i sprzedał oddziały firmy generujące najgorsze wyniki. W rezultacie tych praktyk firma Scott Paper — a raczej to, co z niej zostało — przetrwała. Pełne studium przypadku znajdziesz w rozdziale 9. („Scott Paper, Sunbeam i Al Dunlap”) książki Roberta F. Hartleya, zatytułowanej *Zarządzanie i marketing: spektakularne sukcesy i porażki* (Onepress, Gliwice 2004) — *przyp. tłum.*



Rysunek 2.2. Powód, dla którego maksymalizowanie ceny akcji sprawdza się

W tym podrozdziale rozważam relacje pomiędzy różnymi grupami interesariuszy, uwzględniając to, co może pójść nie tak w tej idealnej sytuacji. Problem w tym, że akcjonariusze, menedżerowie, obligatariusze i społeczeństwo mają bardzo różne interesy i motywacje. Dlatego pomiędzy tymi różnymi grupami interesu mogą powstawać konflikty. One z kolei prowadzą do powstawania kosztów po stronie firmy — **kosztów agencji**. Te koszty powodują, że cel maksymalizowania ceny akcji może schodzić na drugi plan.

Koszty agencji występują w czterech kategoriach. Po pierwsze, pojawiają się one w relacjach pomiędzy menedżerami i akcjonariuszami. Kiedy menedżerowie pełnią rolę agentów działających na rzecz akcjonariuszy, istnieje potencjalny konflikt pomiędzy interesami ich i akcjonariuszy, a to może wywoływać zmiany zasad podejmowania decyzji tak, że maksymalizowana nie jest wartość dla akcjonariuszy bądź firmy, ale korzyść dla menedżerów. Po drugie, koszty biorą się stąd, że akcjonariusze kierują się innymi kryteriami niż pożyczkodawcy. Po trzecie, koszty są skutkiem procesu, w jakim firma udostępnia rynkom finansowym informacje o sobie, a rynki na to reagują. I wreszcie po czwarte, koszty wynikają z konfliktów powstających, gdy firma, maksymalizując cenę akcji, generuje znaczące koszty dla społeczeństwa jako całości.

## Akcjonariusze i menedżerowie

Założenie, że akcjonariusze mogą zatrudniać i zwalniać menedżerów, wynika z prawa handlowego. Konstytuuje ono dwa mechanizmy zapewniające akcjonariuszom władzę. Pierwszym są doroczne walne zgromadzenia, na których mogą oni zgłaszać uwagi przeciwko aktualnym zarządzającym i usuwać ich w razie potrzeby. Drugi mechanizm to rada nadzorcza, której obowiązkiem jest zapewnianie, by zarządzający służyli akcjonariuszom. Moc prawna tych dwóch mechanizmów jest niewątpliwa, lecz praktyczna władza i możliwość kontroli menedżerów przez akcjonariuszy mogą być kwestionowane.

**Zwyczajne walne zgromadzenia akcjonariuszy.** Akcjonariusze spółek publicznych przynajmniej raz w roku są zapraszani na walne zgromadzenie. Mogą (przynajmniej teoretycznie) postanowić o zmianie rady nadzorczej, a za jej pośrednictwem zmieniać zarządzających, którzy nie spełnili oczekiwań. Akcjonariusze, którzy nie mogą zjawić się osobiście na walnym zgromadzeniu, mogą głosować przez pełnomocników<sup>2</sup>.

Władza i kontrola akcjonariuszy nad firmą przez możliwość głosowania na walnych zgromadzeniach jest ograniczona przez dwa czynniki. Dla większości akcjonariuszy koszt udziału w walnym zgromadzeniu jest większy niż korzyści z tego płynące — stąd duża absencja na tych spotkaniach. Nieobecni fizycznie akcjonariusze mogą oczywiście głosować przez pełnomocników, lecz w przypadku absencji dużej liczby akcjonariuszy istniejący zarząd ma większe szanse pozostania na stanowiskach<sup>3</sup>. Wielu akcjonariuszy nie angażuje pełnomocników, a w przypadku, gdy wniosek odwołania zarządu nie zostaje przegłosowany, domniemywa się, że istniejący zarząd nadal cieszy się zaufaniem akcjonariuszy. Z kolei więksi akcjonariu-

---

<sup>2</sup> Zgodnie z przepisami obowiązującymi w Stanach Zjednoczonych pełnomocnictwo do głosowania na walnym zgromadzeniu za akcjonariusza upoważnia do oddania głosu w sprawie udzielenia radzie nadzorczej absolutorium oraz w sprawach proponowanych uchwał głosowanych na zgromadzeniu. Pełnomocnictwo nie upoważnia do zadawania zarządowi pytań otwartych — *przyp. autora*. (Od niedawna prawo w wielu krajach, w tym w Polsce, pozwala na zdalne uczestnictwo w walnych zgromadzeniach, na przykład za pośrednictwem internetu — *przyp. tłum.*).

<sup>3</sup> Zarząd ma przewagę tym większą, im więcej akcjonariuszy nie zjawia się na walnym zgromadzeniu i nie wysyła na nie pełnomocników. To tak, jakby podczas elekcji urzędujący kandydat automatycznie otrzymywał głosy od wszystkich, którzy nie przyjdą na głosowanie.

sze — posiadający znaczący udział w ogólnej liczbie akcji — jeśli są niezadowoleni z istniejącego zarządu, zwykle wybierają łatwiejszą dla siebie opcję i po prostu sprzedają swoje akcje. Akcjonariusz-aktywista chcący pociągnąć zarząd do odpowiedzialności musiałby pokonać daleką drogę. Mimo to w ostatnich latach widoczna jest coraz większa aktywność akcjonariuszy. Wróć do tego w dalszej części rozdziału.

**Rada nadzorcza.** Rada nadzorcza jest organem nadzorującym działalność zarządu, między innymi w spółce publicznej. Członkowie rady, wybrani do reprezentowania interesów akcjonariuszy, są zobowiązani zapewnić, by menedżerowie działali na korzyść akcjonariuszy. Rada nadzorcza może zmieniać skład zarządu i ma na menedżerów znaczący wpływ. Przed podjęciem najważniejszych decyzji, takich jak przejęcie innej firmy, menedżerowie muszą uzyskać zgodę rady nadzorczej. Faktyczna rola rady nadzorczej w dyscyplinowaniu menedżerów i pilnowaniu interesu akcjonariuszy jest ograniczona przez następujące czynniki:

1. Członkowie rady nadzorczej w większości nie mają zbyt wiele czasu na wykonywanie swoich statutowych obowiązków, ponieważ są zajęci innymi sprawami i często pełnią funkcje w radach nadzorczych kilku korporacji. Firma Korn/Ferry<sup>4</sup>, zajmująca się pozyskiwaniem kandydatów na kluczowe stanowiska, publikuje co kwartał dane o wysokości wynagrodzeń członków rad nadzorczych i o czasie poświęcanym przez nich na pełnienie funkcji. Z raportu obejmującego 1992 rok wynika, że przeciętny członek rady nadzorczej poświęcił w ciągu całego roku 92 godziny na udział w posiedzeniach rady i przygotowanie się do nich. Dla porównania, w 1988 roku było to 108 godzin. Z kolei przeciętne roczne wynagrodzenie za udział w radzie nadzorczej wzrosło w latach 1988 – 1992 z 19 544 do 32 352 dolarów<sup>5</sup>. W raporcie za 1998 rok nie podano, ile godzin

---

<sup>4</sup> Korn/Ferry prowadzi ankiety wśród rad nadzorczych dużych korporacji i bada ich struktury.

<sup>5</sup> Do tak skalkulowanego wynagrodzenia członka rady nadzorczej nie wliczono dodatków do pensji, z których najważniejsze to składki na ubezpieczenie społeczne i składki emerytalne. Hewitt Associates, inna firma pozyskująca kandydatów na kluczowe stanowiska, poinformowała, że 67% spośród 100 przebadanych firm oferowało członkom rad nadzorczych plany emerytalne.



członkowie rad nadzorczych poświęcili na wykonywanie obowiązków, lecz ich średnie wynagrodzenie skalkulowano na 37 924 dolary.

2. Nawet ci członkowie rad nadzorczych, którzy poświęcają pracy wystarczająco dużo czasu, by zrozumieć wewnętrzne sprawy firmy, często nie mają w wielu kwestiach odpowiedniego doświadczenia — w szczególności nie orientują się w księgowości firmy i nie są w stanie ocenić atrakcyjności ofert składanych przez dostawców i tych przedkładanych klientom — i polegają na ekspertach zewnętrznych.
3. Członkowie rad nadzorczych w większości nie są pracownikami firmy, lecz i tak rzadko są niezależni. A często to dyrektor zarządzający ma duży wpływ na skład rady. Doroczne badania Korn/Ferry wykazały także, że w 1988 roku 74% spośród 426 przebadanych firm powoływało członków rad nadzorczych, kierując się rekomendacjami dyrektora zarządzającego, a tylko 16% korzystało z pomocy firm pozyskujących kandydatów na te stanowiska. Z kolejnej ankiety Korn/Ferry wynika, że w 1998 rady nadzorcze firm w większym stopniu składały się z osób nierekomendowanych przez dyrektorów zarządzających.
4. Preferowanymi kandydatami na członków rad nadzorczych są dyrektorzy zarządzający innych firm. Jeśli jeden dyrektor zarządzający zasiada w radzie nadzorczej firmy innego dyrektora zarządzającego i vice versa, oznacza to potencjalny konflikt interesów z akcjonariuszami.
5. Członkowie rad nadzorczych często mają niewielkie — czy nawet symboliczne — udziały we własności firmy, dlatego niekoniecznie podzielają obawy większości akcjonariuszy, kiedy cena akcji spada. Firma konsultingowa Institutional Shareholder Services odkryła, że w 275 największych korporacjach w USA znalazło się 27 członków rad nadzorczych, którzy w ogóle nie posiadali akcji firmy, a około 5% wszystkich członków rad nadzorczych posiadało mniej niż pięć akcji firmy.

Efekt netto tych czynników jest taki, że rada nadzorcza często nie spełnia swojej roli, to jest nie chroni interesu akcjonariuszy. To dyrektor zarządzający rozdaje karty: przewodzi posiedzeniom i kontroluje informacje, a dążenie do konsensusu

łagodzi próby konfrontacji<sup>6</sup>. Ta sytuacja stopniowo się zmienia, lecz inicjatorami reform nie są członkowie rad nadzorczych, ale duzi inwestorzy instytucjonalni.

Można by znaleźć wiele przykładów nieskuteczności rad nadzorczych w USA, lecz w tym kraju akcjonariusze i tak mają większą władzę nad menedżerami niż na jakimkolwiek innym rynku finansowym. Walne zgromadzenia i rady nadzorcze są w USA w dużej mierze nieskuteczne, lecz w Europie i Azji instytucjonalna ochrona akcjonariuszy jest jeszcze słabsza.



## W praktyce 2.1. Analiza dwóch rad nadzorczych — w Boeingu i Home Depot

Co cechuje skuteczną radę nadzorczą? Jedno z wydań *Business Week* było poświęcone głównie najlepszym i najgorszym radom nadzorczym. Opublikowano w nim ocenę niezależności, jakości i odpowiedzialności rad nadzorczych wybranych spółek<sup>7</sup>.

- Firma otrzymywała punkty za niezależność, jeśli w jej radzie zasiadało nie więcej niż dwóch ludzi z firmy (pracowników bądź menedżerów). Najwyżej punktowane były firmy, w których komitety wewnętrzne — komitet audytu, komitet nominujący kandydatów na kluczowe stanowiska w firmie i komitet ds. wynagrodzeń — nie były obsadzone pracownikami korporacji. Wysoka punktacja była też przyznawana firmom, gdzie ani pracownicy, ani osoby z zewnątrz nie pobierały honorariów — pośrednio czy bezpośrednio — za usługi konsultingowe, prawne czy inne świadczone firmie. Wzajemne sprawowanie funkcji w radzie — sytuacja, w której dyrektorzy zarządzający wzajemnie zasiadają w radach nadzorczych swoich firm — wykluczało uzyskanie dużej liczby punktów.
- Firma otrzymywała punkty za odpowiedzialne reprezentowanie interesów akcjonariuszy, jeśli każdy z członków jej rady nadzorczej posiadał akcje warte co najmniej 100 000 dolarów. Największa liczba punktów była przyznawana, gdy firma nie oferowała członkom rady nadzorczej dodatków do pensji — uważa się, że intensywnie „obłaskawiani” członkowie rady nadzorczej są mniej skory do wchodzenia w konflikt z dyrektorem zarządzającym — oraz gdy wybory do rady nadzorczej odbywały się co roku. Firmom, które nie oceniały wydajności swoich rad nadzorczych, odejmowano punkty.

<sup>6</sup> Mowa tu o modelu amerykańskim, w którym zarówno najważniejsi członkowie zarządu, jak i członkowie rady nadzorczej (rozumiani na sposób europejski) są członkami rady (ang. *Board of Directors*). Często odpowiednik prezesa — dyrektor wykonawczy (ang. *Chief Executive Officer* — CEO) — pełni jednocześnie funkcję przewodniczącego rady nadzorczej (ang. *President of the Board*) — *przyp. red.*

<sup>7</sup> Zob. *Business Week*, numer z 12 sierpnia 1997.

- Firma otrzymywała punkty za kwalifikacje (jakość) członków rady nadzorczej, jeśli zatrudnieni na pełny etat członkowie rady zasiadali w radach nie więcej niż trzech firm, a emerytowani — w nie więcej niż sześciu. Więcej punktów otrzymywały firmy mające w radzie co najmniej jedną osobę z zewnątrz posiadającą doświadczenie w podstawowym obszarze działalności firmy, a także co najmniej jednego dyrektora zarządzającego firmy o podobnej wielkości bądź historii rozwoju.

Najwięcej punktów w rankingu najlepszych rad nadzorczych otrzymała firma Campbell Soup, zaś liderem rankingu rad najgorszych został Disney. Na tej liście nie znalazł się ani Boeing, ani Home Depot. W tabeli poniżej przedstawiam prawdopodobną punktację, jaką te firmy mogłyby otrzymać w rankingu *Business Week*.

	Boeing	Home Depot
Liczba członków rady	15	11
Niezależność rady	<p>Wysoka, ponieważ:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• jest w niej tylko jeden człowiek z firmy (dyrektor zarządzający Boeinga);</li> <li>• w komitetach: audytu, akceptującym kandydatury na kluczowe stanowiska i zatwierdzającym wynagrodzenia nie ma żadnych ludzi z firmy;</li> <li>• ludzie z firmy nie pobierają honorariów za usługi konsultingowe ani prawne świadczone firmie bądź honoraria te są bardzo niewielkie.</li> </ul>	<p>Niska, ponieważ:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• w radzie jest czterech ludzi z firmy (w tym dwóch współzałożycieli);</li> <li>• niektórzy członkowie rady mają powiązania biznesowe z firmą, a powiązania te nie wynikają z natury pełnionej funkcji;</li> <li>• plusem jest to, że w komitecie zatwierdzającym wynagrodzenia nie ma żadnych ludzi z firmy.</li> </ul>
Odpowiedzialne reprezentowanie interesów akcjonariuszy	Każdy z członków rady oprócz jednego posiada akcje firmy o wartości powyżej 10 000 dolarów. Tylko trzy miejsca w radzie są obsadzane co roku w drodze elekcji. Firma oferuje członkom rady dodatki do pensji.	Wszyscy członkowie rady posiadają akcje firmy o wartości powyżej 10 000 dolarów. Tylko jedna trzecia miejsc w radzie jest obsadzana co roku w drodze elekcji. Firma oferuje członkom rady dodatki do pensji.
Kwalifikacje (jakość) członków rady	W radzie zasiada znacząca liczba emerytowanych dyrektorów zarządzających dużych firm. Trudno ocenić stopień ich aktywności. Istnieje zasada, że członkostwo w radzie kończy się w dniu 72. urodzin	W radzie są dwaj emerytowani dyrektorzy zarządzający i jeden dyrektor operacyjny. I w tym przypadku trudno ocenić stopień aktywności tych osób.

Źródło: Raporty 14-DEF upublicznione przez Boeinga (w marcu 1999) i przez Home Depot (w kwietniu 1999).

Jeśli spojrzysz się na całkowitą punktację Boeinga i Home Depot, widać, że rady nadzorcze obydwu firm są notowane nie najniżej i mają w swoich gronach członków wyróżnianych pozytywnie. W radzie Home Depot jest więcej ludzi z firmy, ale są to między innymi współzałożyciele i duzi akcjonariusze — ludzie, dla których interes akcjonariuszy jest ważniejszy niż korzyści płynące z członkostwa w radzie.

**Konsekwencje bezsilności akcjonariuszy.** Skoro menedżerów nie można skutecznie kontrolować ani przy pomocy walnego zgromadzenia, ani rady nadzorczej, to nie można oczekiwać, że będą oni maksymalizować bogactwo akcjonariuszy, zwłaszcza gdy ich własny interes jest sprzeczny z interesem akcjonariuszy. Popatrz na prosty przykład tego konfliktu. Załóżmy, że jesteś menedżerem firmy będącej celem wrogiego przejęcia i że potencjalny nabywca oferuje o 50% więcej, niż wynosi obecnie wartość rynkowa firmy. Jako menedżer firmy zakładasz, że wrogie przejęcie będzie równoznaczne z końcem Twojej kariery i jednocześnie wiesz, że Twój akcjonariusze zrobią dobry interes. Możesz reprezentować interes akcjonariuszy i zaakceptować wrogie przejęcie albo kierować się własnym interesem i przeciwdziałać przejęciu. Trudno się dziwić, że wielu menedżerów wybiera drugą opcję, wykorzystując różne mechanizmy, z których trzy omawiam w tym miejscu.

Menedżerowie niektórych firm będących w latach 80. celami wrogich przejęć opierali się najeźdźcom, wykupując posiadane przez nich akcje firmy po cenie znacznie wyższej niż ta zapłacona przez najeźdźcę. Trik polegający na wykupieniu pakietu kontrolnego akcji, a potem szantażowaniu firmy (bądź jej menedżerów) w celu zmuszenia do odkupienia akcji to tak zwany **szantaż akcyjny** (ang. *greenmail*). Wykupienie akcji firmy z rąk potencjalnego przejmującego negatywnie wpływa na cenę tych akcji, lecz chroni posady urzędujących menedżerów. Inny szeroko rozpowszechniony chwyt to tak zwany **złoty spadochron** (ang. *golden parachute*) — aneks do umowy o pracę przewidujący wypłacanie menedżerowi znacznych kwot przez określony okres w przypadku, gdy straci on pracę w wyniku przejęcia. Menedżerowie firm zagrożonych przejęciem często sięgają także po tak zwane **zatrute pigułki** (ang. *poison pills*) — postanowienia wpływające na przepływy pieniężne firmy, wymierzone wprost w najeźdźcę, a powodujące, że ewentualne przejęcie stałoby się kosztowne bądź bardzo utrudnione<sup>8</sup>. Wykupowanie akcji z rąk najeźdźców, złoty spadochron i zatruta pigułka — te działania nie wymagają zgody akcjonariuszy i są akceptowane przez uległe rady nadzorcze. W takich przypadkach interes menedżerów jest chroniony kosztem akcjonariuszy.

---

<sup>8</sup> „Zatrutą pigułką” może być na przykład zawarcie z istniejącym wierzycielem umowy, zgodnie z którą dług stanie się natychmiast wymagalny w przypadku przejęcia firmy — *przyp. tłum.*

Statutowe zapisy chroniące firmę przed wrogim przejęciem mają ten sam cel, co reagowanie na szantaż akcyjny czy zatrute pigułki — zniechęcają najeźdźców. Istnieje tu jednak bardzo ważna różnica. Zapisy statutowe są wprowadzane przez akcjonariuszy. Taki zapis można ułożyć na wiele sposobów. W każdym przypadku celem jest ograniczenie prawdopodobieństwa wrogiego przejęcia. Weźmy na przykład zapis podnoszący potrzebny **próg liczby głosów**. Taki zapis mówi, że aby przejęcie było skuteczne, przejmujący musi zdobyć więcej niż 51% głosów (ilość zwykle wymaganą do przejęcia kontroli). Statutowe zapisy chroniące przed przejęciem podnoszą siłę przetargową menedżerów w przypadku, gdy negocjują oni z najeźdźcami — jest to rozwiązanie działające na korzyść właścicieli<sup>9</sup>, ale tylko jeśli menedżerowie działają w najlepiej pojmowanym interesie akcjonariuszy.

Menedżerowie mogą na wiele sposobów niekorzystnie wpływać na sytuację akcjonariuszy: inwestując w złe projekty, korzystając z długu w zbyt dużym bądź zbyt małym stopniu czy też stosując mechanizmy obronne przeciwko potencjalnym przejmującym mogącym przysporzyć akcjonariuszom korzyści. Jednak najszybszym i prawdopodobnie najpewniejszym sposobem zubożenia akcjonariuszy jest przepłacenie za przejmowaną firmę — kapitał zaangażowany w przejęcia jest znacznie większy niż środki potrzebne do wykonania wielu innych decyzji. Oczywiście, menedżerowie dokonujący przejęcia wytłumaczają, że zapłacona kwota nie jest zbyt duża<sup>10</sup>, a wysoka premia<sup>11</sup> przyznana akcjonariuszom przejmowanej firmy jest

---

<sup>9</sup> W 1991 roku AT&T próbowało przejąć korporację NCR. NCR miała statutowy zapis chroniący firmę przed wrogim przejęciem. Menedżerowie NCR wykorzystali to jako kartę przetargową i zmusili AT&T do zapłacenia za akcje znacznie wyższej ceny.

<sup>10</sup> Roll na przykład wyjaśnia, że menedżerowie często decydują się na przejęcia po zbyt wysokiej cenie, ponieważ powoduje nimi duma.

<sup>11</sup> W świecie fuzji i przejęć premia jest rozumiana jako nadwyżka, jaką płaci przejmujący ponad cenę rynkową przejmowanej firmy sprzed dnia ogłoszenia zamiaru przejęcia. Zwykle w chwili ogłoszenia zamiaru przejęcia cena rynkowa akcji przejmowanej firmy rośnie — nawet jeśli rynek negatywnie ocenia przyszłość tej firmy w rękach nowego właściciela (z kolei cena akcji firmy przejmującej zwykle spada w chwili ogłoszenia zamiaru przejęcia — inwestorzy najczęściej negatywnie oceniają inwestycje w przejęcia, nauczeni doświadczeniem wielu porażek w tym obszarze). Istnieje jednak szereg wyjątków, gdzie przejmujący zwykle nie płaci premii, na przykład kiedy kupuje spółkę nienotowaną na giełdzie lub gdy dochodzi do fuzji firm o podobnej wielkości i wartości, a zapłata następuje w formie wymiany akcji. Więcej o mechanizmie finansowym fuzji i przejęć oraz o formach

uzasadniona wieloma rzeczami: synergia, względami strategicznymi, tym, że przejmowana firma jest niedowartościowana czy też źle zarządzana. Akcjonariusze firm dokonujących przejęć zdają się nie podzielać entuzjazmu swoich menedżerów — cena rynkowa akcji firmy przejmującej zwykle spada po ogłoszeniu zamiaru przejęcia i pozostaje poniżej poziomu sprzed tej daty przez długi czas<sup>12</sup>.

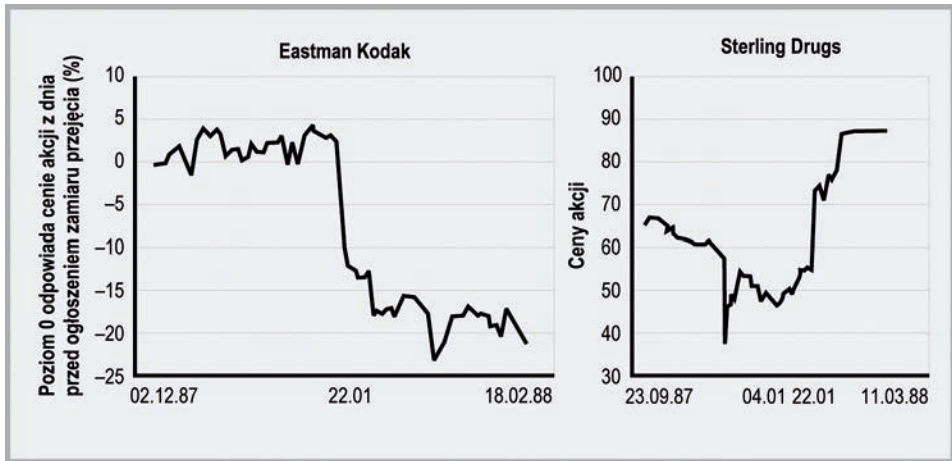
Co dzieje się, gdy firma przepłaca za przejmowaną spółkę? Bogactwo przechodzi z rąk akcjonariuszy firmy przejmującej do akcjonariuszy firmy przejmowanej, a kwoty tych przepływów są nieraz zawrotne. Weźmy na przykład przejęcie firmy Sterling Drugs przez Eastman Kodak w 1988 roku. Kodak, po ostrej walce z Hoffman La Roche, Inc, wygrał<sup>13</sup> licytację i przejął Sterling Drugs 22 stycznia 1988 roku za 90,90 dolara za akcję (czyli razem za 5,1 miliarda dolarów). Na 30 dni przed ogłoszeniem zamiaru przejęcia kapitalizacja rynkowa Sterling Drugs wynosiła 3 miliardy dolarów. W dniu ogłoszenia, 22 stycznia, cena rynkowa akcji Eastman Kodak spadła o 15% — kapitalizacja rynkowa spółki zmniejszyła się o około 2,2 miliarda dolarów. Choć niebezpiecznie byłoby wyciągać daleko idące wnioski tylko na podstawie reakcji rynku, warto zauważyć, że spadek kapitalizacji Kodaka mniej więcej odpowiada premii zapłaconej akcjonariuszom Sterling Drugs, która wyniosła 2,1 miliarda dolarów. Rysunek 2.3 pokazuje przepływ bogactwa akcjonariuszy Sterling Drugs i Eastman Kodak związany z przejęciem.

---

rozliczania takich transakcji dowiesz się ze zbioru artykułów „Harvard Business Review. Fuzje i przejęcia” (Onepress, Gliwice 2006) — *przyp. tłum.*

<sup>12</sup> Jarrell, Brickley i Netter (1988), którzy przeprowadzili rozległe badanie trendów cen akcji firm dokonujących przejęć, zauważają, że na przestrzeni minionych dekad ceny akcji firm dokonujących przejęć zachowują się po ogłoszeniu zamiaru przejęcia coraz bardziej negatywnie: w latach 60. reakcją na ogłoszenie przejęcia był wzrost ceny akcji firmy przejmującej o 4,95%, w latach 70. już tylko wzrost o 2%, a w latach 80. — spadek o 1%. You, Caves i Henry (1986) przestudiowali 133 przypadki fuzji dokonane w latach 1976 – 1984 i stwierdzili, że ceny akcji firm dokonujących przejęć obniżały się w 53% przypadków.

<sup>13</sup> Określenie „wygrał” jest tu nieco mylące. Bardziej trafne byłoby tu słowo „kłątwa zwycięzcy” (ang. *winner's curse*). Termin ten określa sytuację, w której zwycięzca licytacji aukcyjnej przebija inne oferty i godzi się zapłacić najwyższą cenę, ale jednocześnie wszyscy pozostali uczestnicy aukcji uważają, że zwycięzca przepłacił.



Rysunek 2.3. Przejęcie Sterling Drugs przez Eastman Kodak. 22 stycznia 1988 roku Kodak zaferował 90,90 dolara za akcję Sterling Drugs. Źródło: Shapiro (1990)

Ta historia nie dowodzi, że menedżerowie są skorumpowani czy samolubni (wydanie takiego osądu byłoby nie w porządku). Zasygnalizowałem tu problem znacznie bardziej fundamentalny: kiedy dochodzi do konfliktu pomiędzy właścicielami i menedżerami, bogactwo akcjonariuszy schodzi na drugi plan.

- ✓ **PS (Pytanie sprawdzające) 2.1.** Menedżerowie decydujący o przejęciach często twierdzą, że bezpośrednia reakcja akcjonariuszy na ogłoszenie zamiaru przejęcia jest niedoskonała, ponieważ nie mają oni wystarczających informacji, by dokonać właściwej oceny. Czy zgadzasz się z tym twierdzeniem?

### Akcyonariusze i obligatariusze

W świecie, w którym akcyonariusze i obligatariusze nigdy nie doświadczają konfliktu interesów, obligatariusze nie muszą się bronić przed działaniami właścicieli. Jednak w prawdziwym świecie istnieje ryzyko, że obligatariusze, którzy się zabezpieczają, mogą utracić korzyści w ten czy inny sposób.

Dlaczego tak się dzieje? Dlatego, że akcyonariusze i pożyczkodawcy całkiem inaczej postrzegają inwestycję w daną firmę. Pożyczkodawcy udostępniają pieniądze po stopie procentowej wynegocjowanej w chwili udzielenia pożyczki, opierając się na własnej ocenie ryzyka danej firmy. Z kolei akcyonariusze mają prawo do wszystkiego, co pozostaje w firmie po zaspokojeniu wierzycieli. Ryzyko pożyczkodawców jest znacznie wyższe niż ryzyko akcyonariuszy — jest ono związane z tym,

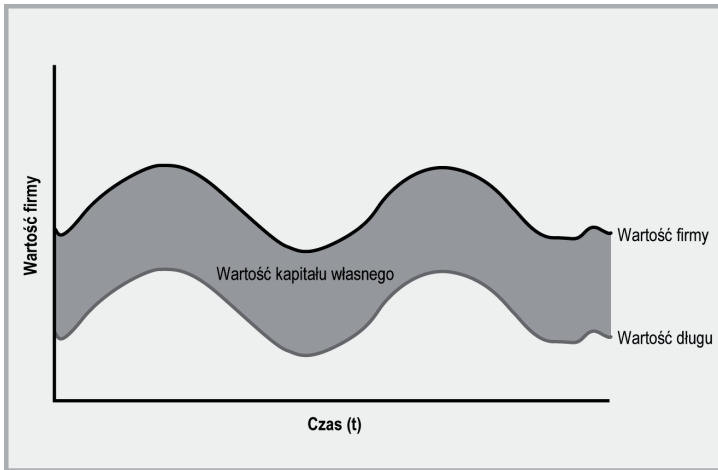
że firma może wybrać niewłaściwy projekt bądź podjąć inną złą decyzję. Pożyczkodawcy nie otrzymają ponadprzeciętnego zysku, jeśli projekt się powiedzie, lecz poniosą znaczną część kosztów w przypadku porażki projektu.

Ten potencjalny konflikt interesów leży u podstaw przekonania, że to, co jest dobre dla akcjonariuszy (to, co podnosi cenę akcji), niekoniecznie jest korzystne dla pożyczkodawców danej firmy. Załóżmy, że pożyczasz pieniądze firmie, którą uznajesz za bezpieczną. Od takiej pożyczki pobierasz niskie oprocentowanie. Firma ta zaraz po zaciągnięciu u Ciebie długu pożyczka znacznie więcej pieniędzy, zabezpieczając kolejną pożyczkę tymi samymi aktywami, które dawały rękojmię bezpieczeństwa Tobie. W tym momencie staje się ona dużo bardziej ryzykownym pożyczkobiorcą i jeśli nie będziesz w stanie dostosować pobieranego oprocentowania do nowej sytuacji, będziesz otrzymywać zbyt niskie wynagrodzenie w stosunku do ponoszonego ryzyka. Krótko mówiąc, akcjonariusze tej firmy, zaciągając kolejną pożyczkę, pogorszyliby Twoją sytuację.

Rozważmy ten problem na przykładzie jednej z największych i najbardziej upublicznionych tego typu transakcji. Do 1988 roku RJR Nabisco, gigant tytoniowy i spożywczy, był uważany za dużą i zyskową firmę o niskim ryzyku kredytowym. Niskie oprocentowanie obligacji emitowanych przez Nabisco odzwierciedlało tę dobrą opinię. 20 października 1988 roku grupa inwestorów ogłosiła zamiar przejęcia RJR Nabisco. Aby sfinansować tę transakcję, inwestorzy ci planowali zaciągnięcie długu na 15 miliardów dolarów. Obligatariusze Nabisco nie byli na taką okoliczność chronieni zapisami umownymi i nie mogli renegotjować oprocentowania tak, by odzwierciedlało zwiększone ryzyko kredytowe Nabisco. Efekt? Jak pokazuje rysunek 2.4, ceny rynkowe ich obligacji spadły po ogłoszeniu zamiaru przejęcia o 20%.

Obligatariuszom, którzy zainwestowali w Nabisco przed ogłoszeniem zamiaru przejęcia, ta utrata bogactwa mogła się wydawać nie w porządku, bo nie mieli przy tej transakcji nic do powiedzenia. Ale tak naprawdę zubożyło ich to, że nie zabezpieczyli się na tę okoliczność. Na swoją obronę mogliby powiedzieć, że kiedy rozgrywały się te wydarzenia, obligatariusze większości dużych firm nie byli zabezpieczeni na okoliczność takich działań. Obligatariusze zakładali, że skoro te firmy zadłużały się na rynkach finansowych raz za razem, to





Rysunek 2.4. Cena obligacji Nabisco. Źródło: Bloomberg

prawdopodobieństwo utraty przez nie wiarygodności i reputacji jest niewielkie.

Przypadek RJR Nabisco uświadamia, że akcjonariusze i obligatariusze mają różne cele, a niektóre decyzje powodują transfer bogactwa od jednej grupy (zwykle obligatariuszy) do drugiej (zwykle akcjonariuszy). Cel maksymalizowania bogactwa akcjonariuszy może skłaniać właścicieli do działań szkodliwych dla firmy jako całości, lecz przysparzających bogactwa akcjonariuszom kosztem obligatariuszy.

### Firma i rynki finansowe

Przyjęcie celu polegającego na maksymalizowaniu bogactwa akcjonariuszy lub firmy (a nie ceny akcji czy wartości rynkowej firmy) byłoby dobre o tyle, że nie trzeba byłoby czynić założeń efektywnego działania rynków finansowych, przekładających bogactwo akcjonariuszy na cenę akcji. Jednak byłoby to złe o tyle, że bogactwo akcjonariuszy lub firmy niełatwo mierzyć, a to znacznie utrudnia ocenianie, czy dane działanie firmy jest dobre, czy niedobre. Co prawda istnieją modele wyceny (niektóre z nich omawiam w tej książce) do mierzenia wartości kapitału własnego i wartości firmy, lecz jest w nich miejsce na wiele subiektywnych założeń, co do których nie wszyscy muszą się zgadzać. Przejście od maksymalizowania bogactwa akcjonariuszy do maksymalizowania ceny akcji jest niewątpliwie korzystne — dzięki niemu można jasno oceniać, czy firma realizuje założone cele. Rynek finansowy wyraźnie

pokazuje sukcesy i porażki firm — jeśli firma ma menedżerów osiągających sukcesy, cena jej akcji rośnie, a w przeciwnym razie spada.

Problem z cenami rynkowymi jest taki, że rynki mogą się mylić. Cena rynkowa akcji odzwierciedla jej rzeczywistą wartość tylko pod warunkiem, że rynek finansowy efektywnie i obiektywnie wykorzystuje dostępne informacje. Na takich rynkach zarówno inwestorzy wyceniający akcje firm, jak i te firmy, uznają, że mechanizm rynkowy, kształtując cenę akcji, właściwie osądza, czy spółka osiąga sukcesy, czy ponosi porażki.

Istnieją dwie potencjalne bariery w korzystaniu z cen rynkowych jako miary sukcesu menedżerów. Pierwsza jest taka, że katalizatorem czyniącym rynek efektywnym jest informacja. Jeśli informacje są zatajane, udostępniane z opóźnieniem bądź podawane nierzetelnie, ceny rynkowe odchylają się od rzeczywistej wartości, nawet jeśli w innym przypadku rynek byłby efektywny. Druga bariera polega na tym, że wielu teoretyków i praktyków w dziedzinie finansów zakłada z góry brak efektywności rynków, nawet jeśli informacje są udostępniane swobodnie. Jeśli uwzględnić obie te bariery, okazuje się, że decyzje maksymalizujące cenę akcji nie zawsze muszą być korzystne dla wartości akcji w długim okresie.

**Problem informacji.** Ceny rynkowe są oparte na informacjach. Dotyczy to zarówno spółek publicznych, jak i nienotowanych na giełdzie. Zgodnie z klasyczną teorią informacje są udostępniane rynkom finansowym rzetelnie i na czas. W prawdziwym świecie firmy czasem zatajają informacje bądź przekazują je z opóźnieniem, zwłaszcza gdy wieści są złe. Kiedy indziej informacje są po prostu fałszywe lub obliczone na to, by zwodzić inwestorów. Skala problemu jest różna na różnych rynkach, a nawet wśród różnych firm na tym samym rynku.

Czy firmy czasami zatajają przed rynkami finansowymi złe informacje o swoich wynikach i perspektywach na przyszłość? Niestety, odpowiedź na to pytanie brzmi „tak” — na ten temat krąży wiele prawdziwych anegdot. Skala zjawiska jest różna w zależności od firmy, przy czym małe spółki dopuszczają się nadużyć informacyjnych częściej niż wielkie korporacje. Duże korporacje są śledzone przez wielu analityków i dlatego istotne wstrzymywanie informacji w ich przypadku jest znacznie trudniejsze i bardziej niebezpieczne.

Problem nadużyć informacyjnych na rynkach finansowych w USA jest znaczący, lecz poza Stanami Zjednoczonymi jeszcze większy — zwłaszcza na rynkach, gdzie informacje o spółkach giełdowych posiadają tylko one same, a kary za nadużycia informacyjne są stosunkowo niskie. Na rynkach wschodzących, na których inwestorzy często wiedzą o spółkach bardzo niewiele (albo nic), ten problem staje się o wiele poważniejszy.

Kontrolować, jak i kiedy złe wieści są ujawniane innym — to część ludzkiej natury. Menedżerowie próbują kontrolować wpływ informacji o swoich firmach z dwóch powodów. Po pierwsze, niektórzy (o ile nie wszyscy) z nich są przekonani, że rynki finansowe nie reagują właściwie na nowe informacje i dlatego nie można im ufać (uważają, że skutek panicznej wyprzedazy cena akcji może spaść bardziej, niż powinna). Po drugie, menedżerowie mają nadzieję, że jeśli zdołają przeciągnąć w czasie moment ujawnienia złych informacji, problem sam się rozwiąże lub pojawią się nowe, dobre informacje, które zniosą negatywny efekt.

Istnieje wiele empirycznych dowodów<sup>14</sup>, że menedżerowie opóźniają ujawnianie złych informacji, lecz nie wiadomo na pewno, czy skutek tych opóźnień ceny rynkowe bardziej odchylają się od rzeczywistej wartości. W przypadku większości firm opóźnienia są niewielkie, liczone raczej w dniach niż tygodniach czy miesiącach. Dla inwestorów mierzących sukcesy i porażki firm w dłuższych okresach takie opóźnienia są mało istotne. Co więcej, gdy informacje są opóźniane, inwestorzy zakładają najgorsze, co przekłada się na bardziej żywiołowe reakcje rynków<sup>15</sup>. I wreszcie — nawet najbardziej przebiegłe plany menedżerów walą się, jeśli analitycy „szpiegujący” firmę docierają do informacji i ujawniają ją rynkom finansowym.

Menedżerowie niektórych firm, aby nie zakłócać dobrych nastrojów inwestorów i podnosić cenę akcji, celowo koloryzują na forum publicznym aktualną sytuację firmy i jej perspektywy.

---

<sup>14</sup> Penman w tekście „The Distribution of Earnings News over Time and Seasonalities in Aggregate Stock Returns” (1987) zauważa, że kiedy spółka opóźnia ujawnienie raportu o swoich wynikach finansowych, rynek oczekuje, że raport ten jest niekorzystny i w związku z tym reakcja na ujawnienie go jest tym gorsza, im większe opóźnienie. Damodaran w artykule „The Weekend Effect in Information Releases: A Study of Earnings and Dividend Announcements” (1989) zauważa, że najwięcej niekorzystnych informacji o wynikach finansowych (a także o wysokości dywidendy) jest ujawnianych w piątek.

<sup>15</sup> Menedżerowie niektórych większych firm są na tyle zapobiegliwi, że wolą ujawniać złe informacje wcześniej, niż pozwalać, by inwestorzy reagowali na niekorzystne plotki.

Wtedy cena rynkowa akcji może znacząco odchylić się od rzeczywistej wartości. Weźmy na przykład firmę Cendant, giganta zbudowanego w ciągu dziesięciu lat w drodze przejęć. Przez większość tego czasu firma była postrzegana jako książkowy przykład korporacji dokonującej strategicznych przejęć, a jej menedżerowie w miarę wzrostu wykazywali coraz lepsze wyniki finansowe. Ta historia sukcesu skończyła się w 1998 roku — okazało się, że firma stosowała kreatywną księgowość, a to oznaczało, że zyski za ubiegłe lata były znacznie zawyżone. Kiedy inwestorzy przeszacowali oczekiwania, ceny akcji Cendant ostro poszły w dół.

Takie zwodnicze praktyki mogą mieć zasadniczy wpływ na finanse przedsiębiorstw, ponieważ menedżerowie często są oceniani według tego, co dzieje się z ceną akcji firmy. Dlatego do 1998 roku menedżerowie Cendant byli hojnie wynagradzani — cena akcji szybko rosła w konsekwencji manipulowania informacjami.

**Czy rynki są efektywne?** Cena rynkowa wcale nie musi obiektywnie odzwierciedlać rzeczywistej wartości, nawet jeśli informacje są udostępniane rynkom finansowym na czas i rzetelnie. W opinii wielu ludzi problem leży głębiej — inwestorzy są zbyt irracjonalni, a ich reakcje nie są wiarygodnym miernikiem rzeczywistej wartości. Krytyka rynków finansowych jest w części uzasadniona, w części przesadzona i w części mylna, jednak nie sposób ją ignorować.

Rynki finansowe są krytykowane jako zbyt niestabilne. Każdy kto obserwował przebieg sesji giełdowej, wie, że rynki są zmienne, a ruchy cenowe — często żywiołowe, bez względu na to, czy są udostępniane jakieś ważne informacje czy też nie. Czy rynki finansowe są zbyt niestabilne? Zwolennicy jednej ze szkół nie mają wątpliwości, że tak jest. Argumentują, że ta niestabilność wynika ze zmian nastrojów i percepcji irracjonalnych inwestorów i że ceny w krótkim okresie mają niewielki związek z informacjami<sup>16</sup>. Ta koncepcja ma wielu zwolenników wśród uczestników rynków finansowych: od analityków technicznych używających wzorów graficznych do badania

---

<sup>16</sup> Robert J. Shiller przedstawia ten punkt widzenia w swojej książce pod tytułem *Irrational Exuberance* (2000).

ruchów cen akcji, do fundamentalistów poszukujących niedowartościowanych firm o dobrych fundamentach<sup>17</sup>. Przeciwny, ekstremalny pogląd wyrażają teoretycy, którzy argumentują, że ruchy cen rynkowych można w stu procentach wyjaśnić informacjami, między innymi dlatego, że samo dokonywanie transakcji na rynku generuje informacje dla innych jego uczestników.

Być może prawda leży pośrodku. Duże ruchy cen można w większości wyjaśnić powstawaniem nowych informacji, lecz zmiany nastrojów rynkowych mogą wywoływać gwałtowne i dramatyczne fluktuacje cenowe, zwłaszcza w krótkim okresie. Nierozsądnie byłoby oceniać menedżerów w oparciu o ruchy cen rynkowych w okresie tygodnia czy miesiąca. Znacznie roztropniej byłoby kierować się cenami rynkowymi w okresie rocznym bądź kilkuletnim.

Krytycy uważają, że rynki finansowe i teoria finansów przedsiębiorstw koncentrują się na wynikach firmy w krótkich okresach. Uzasadniają to tak: cena akcji jest kształtowana przez transakcje traderów — inwestorów krótkookresowych — i opinie analityków, a oni wszyscy trzymają akcje przez krótkie okresy i prześcigają się w przewidywaniu wyników firm za następny kwartał. Menedżerowie koncentrujący się na kreowaniu wartości w długim okresie są zatem karani przez rynek finansowy.

Dowody przedstawiane przez zwolenników tego podejścia można by kwestionować. Prawdziwości przywoływanych przez nich faktów nie można przeczyć, lecz wyciągane tak wnioski bywają zwodnicze. Wprawdzie analitycy spędzają większość czasu, próbując przewidzieć wyniki spółek za kolejny kwartał, ale robią to, ponieważ zmiany w wynikach finansowych firm — których nie można wyjaśnić jednorazowymi zdarzeniami, jak zmiana polityki rachunkowości czy czynniki losowe — są dobrymi sygnałami przyszłych trendów. Prawdą jest, że wielu inwestorów trzyma akcje przez krótki okres, ale to wcale nie oznacza, że rynek nie koncentruje się na celach długookresowych.

Problem efektywności rynków finansowych stał się kontrowersyjny, a przedstawiciele różnych myśli okopali się na swoich pozycjach. Doszło do tego, że problem ten można rozwiązać jedynie przez dowody empiryczne. Opisane poniżej dowody

---

<sup>17</sup> Czynniki fundamentalne spółki to między innymi jej przepływy pieniężne, posiadane aktywa i oczekiwany potencjał wzrostowy.

w dużym stopniu potwierdzają to, że rynek kieruje się długookresowym potencjałem wzrostowym — a nie potencjałem krótkookresowym, jak twierdzą niektórzy.

1. Setki firm, zwłaszcza małych i nowo powstałych, nie generują żadnych zysków księgowych ani przepływów gotówkowych z działalności bieżącej i nie można oczekiwać, że zmieni się to w najbliższej przyszłości. A jednak te firmy są w stanie pozyskiwać znaczne fundusze, ponieważ inwestorzy oczekują sukcesów w dalszej przyszłości. Gdyby rynki finansowe były nastawione krótkookresowo, jak sugerują krytycy, takie firmy nie mogłyby łatwo pozyskiwać dużego kapitału.
2. Jeśli można znaleźć jakieś dowody, dotyczą one raczej tego, że rynki za mało koncentrują się na obecnych dochodach i przepływach pieniężnych, a za bardzo na przyszłych dochodach i przepływach. Z badań wynika, że akcje spółek z niskim wskaźnikiem ceny do zysku (ang. *price-earnings* — P/E), osiągających wysokie zyski w okresach bieżących zwykle są niedowartościowane w porównaniu z akcjami z wysokimi wskaźnikami P/E.
3. Rynek nie zawsze źle reaguje na informacje o poniesionych kosztach badawczo-rozwojowych i innych inwestycjach — w przeciwieństwie do tego, co sugerują wyznawcy „koncepcji krótkookresowej”. Reakcje rynku na takie informacje są umiarkowane, a ceny akcji zwykle rosną po ogłoszeniu wydatków badawczo-rozwojowych i kapitałowych<sup>18</sup>.

Nie istnieją dowody świadczące o tym, że uczestnicy rynków finansowych myślą o długookresowych konsekwencjach swoich decyzji, ale to nie znaczy, że rynek jako taki nie koncentruje się na wartości w długim okresie. Warto zauważyć, że wielu menedżerów krytykujących rynki za krótkowzroczność pracuje dla firm, których akcje znacznie straciły na wartości.

---

<sup>18</sup> Chan, Martin i Kensinger w artykule „Corporate Research and Development Expenditures and Share Value” (1990) opisali, że rynki pozytywnie reagują na informacje o wydatkach badawczo-rozwojowych; Chaney, Devinney i Winer w tekście „The Impact of New Product Introduction on the Market Value of Firms” (1991) doszli do wniosku, że rynki reagują neutralnie na informacje o nowych produktach; z kolei McDonnell i Muscarella w artykule „Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm” (1985) zauważyli, że ceny akcji rosną po ogłoszeniu informacji o wydatkach kapitałowych.

Ci menedżerowie mają interes w tym, by przekonać inwestorów do swoich racji.

- ✓ **PS 2.2. Gdybyś był przekonany, że rynki finansowe są nieefektywne, czy oszczędziłbyś od celu maksymalizacji wartości? Dlaczego?**

**Synteza: rynek finansowy i maksymalizowanie ceny rynkowej.**

Informacje często docierają na rynki finansowe z opóźnieniem, są nierzetelne i zwodnicze, więc ruchy cenowe generowane przez takie wieści opierają się często na błędnym oszacowaniu rzeczywistej wartości. Jednak to nie zmienia zasadniczej roli, jaką pełnią rynki finansowe. Tą rolą jest asymilowanie i agregowanie ogromnych ilości informacji o bieżących i przyszłych warunkach i odzwierciedlanie tego wszystkiego w cenie akcji. Żaden inny mechanizm wyceny nie daje tak błyskawicznych i wszechstronnych ocen sytuacji firmy.

Firma, której akcje są wyceniane przez rynek, ma przewagę nad spółką nienotowaną na giełdzie. Menedżerowie spółki giełdowej mogą nie zgadzać się z opinią analityków i inwestorów, ale mogą się zorientować, jak inwestorzy odbierają działania firmy.

**Firma i społeczeństwo**

Większość decyzji menedżerskich ma konsekwencje społeczne. Nie istnieje prosta odpowiedź na to, jak najlepiej radzić sobie z tymi konsekwencjami. Przypuszczeniem implicite wynikającym z celu maksymalizowania wartości jest to, że koszty społeczne są wystarczająco niewielkie, by można je było ignorować albo że te koszty mogą być skalkulowane i ponoszone przez firmę. Czy te przypuszczenia są słuszne?

W niektórych przypadkach koszty społeczne są znaczące, lecz nie można ich skalkulować i przerzucić na firmę. Wtedy menedżerowie, choć świadomi ich istnienia, mogą je ignorować i pozostać przy maksymalizowaniu ceny akcji. Można by dyskutować nad kwestiami etycznymi i moralnymi zmuszania menedżerów do wybierania pomiędzy przetrwaniem (maksymalizowaniem bogactwa akcjonariuszy) a szerszym interesem społecznym, jednak w tej książce nie podam prostego rozwiązania tego problemu.

Jeśli występują znaczące koszty społeczne, a menedżerowie są ich świadomi, zwolennicy etyki w biznesie zapewne by-

liby za podporządkowaniem celu maksymalizowania wartości szeroko pojmowanemu interesowi społecznemu. Ale co z tymi przypadkami, w których menedżerowie nie są świadomi istotnych kosztów społecznych generowanych przez firmę? Johns Manville Corporation na przykład produkowała w latach 50. i 60. dwudziestego wieku wyroby azbestowe. Firma na tym zarabiała, a jej menedżerowie nie wiedzieli, że przyczyniają się do wzrostu zachorowań na raka. Trzydzieści lat później sprawy sądowe otwarte przez poszkodowanych doprowadziły firmę do bankructwa.

Powiem wprost: interes społeczny to cel szerszy niż maksymalizowanie wartości. Zwłaszcza w przypadku spółek notowanych na giełdzie konflikt pomiędzy tymi dwoma celami może być ignorowany. Możliwe, że nigdy nie znajdzie się rozwiązanie satysfakcjonujące purystów, którzy chcieliby widzieć pełną spójność pomiędzy interesem społecznym i firmy.

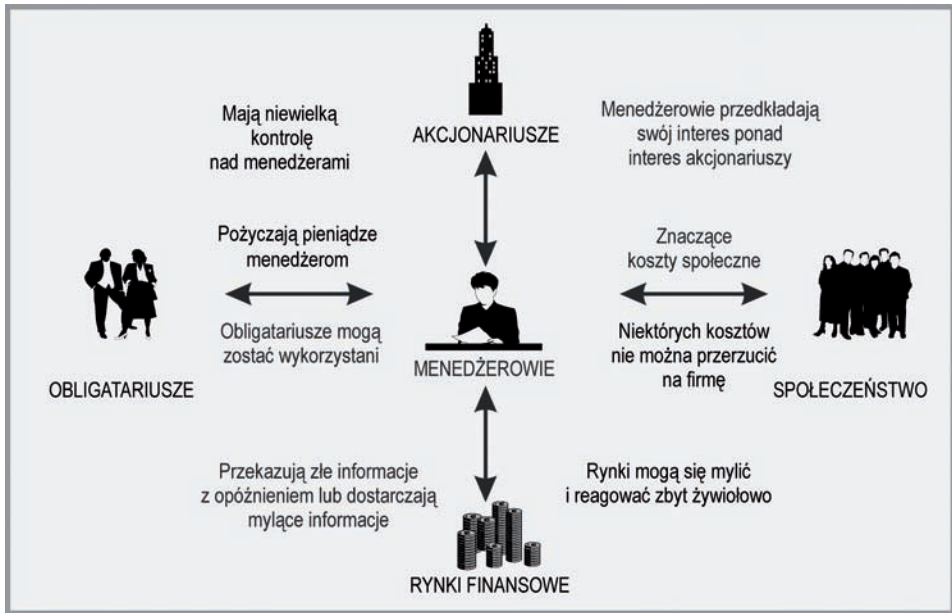
### **Maksymalizowanie ceny akcji i koszty agencji**

W tym podrozdziale omówię bliżej każde z poczynionych wcześniej założeń, aby uzasadnić wybór celu maksymalizowania ceny akcji. Z tymi założeniami można się spierać w wielu punktach. Poniżej podaję kilka z nich.

- Menedżerowie — jeśli uwzględnić, że akcjonariusze mają nad nimi ograniczoną władzę — mogą realizować własne cele, zamiast maksymalizować bogactwo akcjonariuszy.
- Akcjonariusze mogą podnosić cenę akcji kosztem pożyczkodawców (jeśli nie są zawarte odpowiednie umowy zabezpieczające interes tych drugich).
- Menedżerowie mogą podnosić cenę akcji, przekazując rynkom finansowym zwodnicze bądź sfalszowane informacje.
- I wreszcie, firmy maksymalizujące ceny akcji mogą generować znaczące koszty społeczne.

Problem kosztów agencji został zilustrowany na rysunku 2.5. Ten rysunek można interpretować na dwa sposoby. Po pierwsze, można go odczytać jako przestrożę. W przypadku niektórych firm (zwłaszcza mniejszych) i niektórych rynków finansowych (na przykład mniej płynnych, jak w Ameryce Łacińskiej) teorię maksymalizowania ceny akcji i wnioski z niej





Rysunek 2.5. Koszty agencji i maksymalizowanie ceny akcji

wynikające należy stosować bardziej ostrożnie. Po drugie, można odczytać ten rysunek jako sugestię, by w podejmowaniu decyzji brać pod uwagę także inne cele niż maksymalizowanie ceny akcji.



**PK 2.2. Wiele problemów związanych z maksymalizowaniem ceny akcji wynika z różnic pomiędzy celami akcjonariuszy, pożyczkodawców, menedżerów i społeczeństwa. Mechanizm prawny jest jednym z narzędzi pomagających w równoważeniu tych konkurujących ze sobą celów — firmy mogą być pozywane, gdy generują koszty społeczne, inwestorzy mogą pozywać firmy przekazujące mylące informacje, pożyczkodawcy mogą podawać do sądu firmy naruszające ich interes, a akcjonariusze mogą pozywać menedżerów niewykonujących swoich obowiązków. Jak skutecznie ten mechanizm prawny radzi sobie z wskazanymi problemami? Jakie są jego wady?**

## Alternatywy maksymalizowania ceny akcji

W poprzednim podrozdziale omówiłem niektóre problemy związane z wyborem jako celu maksymalizowania ceny akcji. Większość z tych problemów wynika z różnic w interesach i motywach działania akcjonariuszy, menedżerów, pożyczkodawców i społeczeństwa. Koszty agencji sprawiają, że nie zaw-

sze można zakładać, iż menedżerowie będą dążyć do maksymalizowania ceny akcji.

W związku z tym można rozważać dwa inne rozwiązania. Pierwszym jest dążenie do innego systemu kontrolowania menedżerów — takiego, który pozwala wyciągać konsekwencje w przypadku złego zarządzania bez powiększania władzy akcjonariuszy. Drugim jest przyjęcie celu innego niż maksymalizowanie ceny akcji.

### Inny system dyscyplinowania menedżerów

W systemie, jaki opisywałem dotychczas, akcjonariusze „właśnie” zastępują niekompetentnych menedżerów. Można powiedzieć, że jest to oparty na rynku system ładu korporacyjnego, w którym inwestorzy decydują o tym, jak korporacje są zarządzane. Niektórzy obserwatorzy twierdzą, że taki stan rzeczy narzuca zbyt dużą odpowiedzialność na inwestorów dysponujących kiepskimi informacjami i koncentrujących się na krótkim horyzoncie inwestycyjnym. Michael Porter, wiodący myśliciel w zakresie strategii korporacyjnej, uzasadnia, że firmy w USA mają podcinane skrzydła, ponieważ inwestorzy żądają szybkich zysków i koncentrują się na krótkim okresie. Porter porównuje spółki amerykańskie z japońskimi, które — jak twierdzi — mogą pozwolić sobie na realizację strategii mających sens w długim okresie, nawet jeśli nie maksymalizują zysku w krótkim horyzoncie czasowym. Sugeruje, że inwestorzy powinni tworzyć z firmami relacje długookresowe<sup>19</sup> i współpracować z nimi nad wdrażaniem strategii długookresowych.

Zarządzający twierdzą, że oparte na rynku systemy ładu korporacyjnego — w których akcjonariusze niejako osobiście dyscyplinują i zastępują złych menedżerów, a sukces firmy jest mierzony ceną rynkową jej akcji — nie są jedyną opcją. W niemieckim i japońskim systemie ładu korporacyjnego<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> W USA ostatnio widoczny jest trend do „inwestowania relacyjnego”. Fundusze inwestycyjne takie, jak Allied Partners (prowadzony przez Dillona Readę), Corporate Partners (prowadzony przez Lazarda Freresę) i Lens (prowadzony przez Roberta Monksa), wytworzyły z menedżerami firm takie długookresowe relacje.

<sup>20</sup> Pomiędzy systemami japońskim i niemieckim istnieją subtelne różnice. Japońskie grupy przemysłowe, zwane *keiretsus*, są powiązane własnościowo w ten sposób, że przedstawiciele jednej grupy posiadają udziały w firmach należących do innych grup. Japońskie grupy wywodzą się z firm rodzinnych. Z kolei niemieckie grupy przemysłowe powstawały wokół

jedne firmy mają udziały własnościowe w innych firmach, a ich menedżerowie często podejmują decyzje w najlepiej pojmowanym interesie całej grupy przemysłowej, do której należy firma, a nie tylko w interesie własnego przedsiębiorstwa. W tych systemach menedżerowie wzajemnie dbają o swoje interesy, zamiast cedować władzę na akcjonariuszy. Systemy te są niedemokratyczne — w tym sensie, że władza akcjonariuszy jest mniejsza. Dominuje za to podejrzenie, że akcjonariusze mogliby niewłaściwie użyć swojej potencjalnej władzy, więc lepiej, jeśli zostawiają ją urzędującym menedżerom.

Być może to podejście chroni system przed marnotrawstwem będącym produktem ubocznym aktywnego działania akcjonariuszy i nieefektywności rynków, ale ma swoje minusy. Grupy przemysłowe alokują zasoby znacznie bardziej konserwatywnie niż inwestorzy — są mniej skłonne do finansowania inwestycji kapitałowych o wysokim ryzyku planowanych przez nowo powstałe firmy nienależące do grupy. Inny problem jest taki, że całą grupa przemysłowa może ucierpieć wskutek złych decyzji poszczególnych firm do niej należących<sup>21</sup>. W latach 90. japońskie firmy borykały się z trudnościami wynikłymi ze złych decyzji inwestycyjnych. Ta historia sugeruje, że alternatywne systemy ładu korporacyjnego — choć skuteczne w przypadku indywidualnych firm — znacznie gorzej radzą sobie z szerszymi problemami wykraczającymi poza sprawy firmy. Oto przykład, który dowodzi, że takie ignorowane problemy z czasem się zaogniają. Pod koniec lat 80. ceny akcji amerykańskich kas oszczędnościowo-kredytowych drastycznie spadły po ujawnieniu prawdziwych wyników z działalności hipotecznej. Tymczasem banki japońskie działające na rynku USA przez większość lat 90. zatajały istnienie złych pożyczek hipotecznych w swoich księgach<sup>22</sup>.

---

wiodących banków komercyjnych, jak Deutsche Bank czy Dresdner; to właśnie te banki mają znaczne udziały własnościowe w wielu koncernach przemysłowych.

<sup>21</sup> Wiele koreańskich grup przemysłowych (zwanymi *czebolami*) tworzonych na wzór japońskich *keiretsus* stanęło w latach 90. na krawędzi bankructwa, ponieważ jedna czy dwie firmy w grupie zanadto się zadłużyły.

<sup>22</sup> Kaplan w artykule „Corporate Governance and Corporate Performance, A Comparison of Germany, Japan and the United States” (1997) dokonuje porównania systemów ładu korporacyjnego w USA, Niemczech i Japonii. Odkrywa, że system amerykański zapewnia lepsze bodźce firmom dobrze prosperującym i że firmom w USA łatwiej zwracać gotówkę akcjonariuszom.

Czy istnieje sposób mierzenia efektywności alternatywnych systemów ładu korporacyjnego? Macey w tekście „Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance Systems: Towards a More Scientific Approach” (1998) proponuje trzy miary efektywności systemów ładu korporacyjnego: (1) stopień ograniczenia zdolności menedżerów do osiągania prywatnych korzyści dzięki posiadanej kontroli nad firmą, (2) łatwość dostępu firm poszukujących kapitału do rynków finansowych i (3) łatwość zastępowania mało wydajnych menedżerów. Macey uważa, że system ładu korporacyjnego w USA jest lepszy od innych systemów w każdym z tych trzech wymiarów.

- ✓ **PS 2.3. Ład korporacyjny najlepiej zostawić menedżerom, ponieważ są oni skłonni myśleć w dłuższym horyzoncie czasowym niż akcjonariusze. Skomentuj tę tezę.**

### Wybieranie innego celu

Najprościej byłoby odrzucić cel maksymalizowania ceny akcji z uwagi na jego ograniczenia. Jednak niełatwo zastąpić go innym celem. Problem nie w tym, że trudno znaleźć inne cele, ale w tym, że każdy z tych innych celów ma własny zestaw problemów, więc zaakceptowanie go niekoniecznie okazałoby się korzystne. Poza tym inny cel musiałby spełniać trzy kryteria: (1) być jasno i jednoznacznie określony, (2) być możliwy do zmierzenia tak, aby dało się łatwo i szybko oceniać, czy firma odnosi sukcesy, czy ponosi porażki i (3) nie generować kosztów ubocznych, które byłyby wyższe niż całkowite korzyści. Rozważę teraz cztery inne cele, często oferowane zamiast maksymalizowania ceny akcji.

**Maksymalizowanie udziału w rynku.** W latach 80. japońskie firmy załapały globalne rynki swoimi produktami i skoncentrowały się na powiększaniu udziału w rynku. Te firmy w widoczny sposób skonsumowały wzrost udziału w rynku w postaci zysku. Inne korporacje, także z USA, również zaczęły podążać tą ścieżką. Taki cel oznaczał, że najbardziej pozytywnie oceniane były inwestycje powiększające udział w rynku w maksymalnym stopniu. Zwolennicy tego celu zauważają, że udział w rynku da się obserwować i mierzyć, podobnie jak cel maksymalizowania ceny rynkowej, a ponadto nie trzeba zakładać efektywności rynków finansowych.

Cel maksymalizowania udziału w rynku opiera się na założeniu (często nieuzasadnionym), że wyższy udział rynkowy oznacza większą możliwość dyktowania cen i wyższe zyski w długim okresie. Jeśli to założenie jest prawdziwe, wówczas maksymalizowanie udziału w rynku jest doskonale zbieżne z przyjętym przez mnie celem maksymalizowania wartości firmy. Jednak jeśli wyższy udział w rynku nie przekłada się na większą możliwość dyktowania cen i prowadzi do zmniejszenia zysku (bądź nawet obrócenia go w stratę), firmy koncentrujące się na tym celu pogarszają swoją sytuację. Te same japońskie firmy, które stratedzy korporacyjni uznawali za wzorcowe przykłady zasadności powiększania udziału w rynku, w latach 90. poniosły wysokie koszty uboczne wcześniejszej ekspansji.

**Maksymalizowanie zysku.** Można porzucić maksymalizowanie wartości i skoncentrować się na podnoszeniu zyskowności. Plusem tego rozwiązania jest to, że zysk można mierzyć znacznie łatwiej niż wartość, a wyższe zyski przekładają się w długim okresie na wyższą wartość. Takiemu rozwiązaniu towarzyszą co najmniej dwa problemy. Po pierwsze, nacisk na zysk w bieżącym okresie może skłaniać do podejmowania krótkowzrocznych decyzji — maksymalizowania bieżącego zysku kosztem zysków i wartości w długim okresie. Po drugie, założenie, że łatwiej jest mierzyć zysk niż wartość, może okazać się nieprawdziwe, chociażby dlatego, że księgowi są w stanie przesuwać zysk od jednego okresu rozrachunkowego do innego.

**Maksymalizowanie skali działania i przychodów.** Istnieje cały zestaw celów mających niewiele wspólnego z bogactwem akcjonariuszy, a koncentrujących się na rozmiarze firmy. W latach 70. dwudziestego wieku firmy takie jak Gulf & Western czy ITT — kierowane przez silnych dyrektorów zarządzających — rozrastały się w drodze przejęć w gigantyczne konglomeraty. Wydawało się, że te przejęcia nie są poparte żadnymi strategicznymi celami firm i napędza je dążenie dyrektorów zarządzających do powiększania swoich korporacyjnych imperiów. Budowanie imperiów wyszło już z mody, lecz nadal zdarzają się przypadki, gdy korporacje powiększają swoją wielkość i zdobywają szersze wpływy kosztem własnej rentowności i bogactwa akcjonariuszy. Tych celów nie można sensownie uzasadnić — wynikają one z niewystarczającej kontroli akcjonariuszy nad menedżerami.

**Dobrobyt społeczny.** Niektóre firmy, zwłaszcza przedsiębiorstwa państwowe, realizują funkcje społeczne i zmagają się z zapewnianiem społeczeństwu dobrobytu. I tak firma ukierunkowana na maksymalizowanie zatrudnienia w swoim obszarze działalności podejmuje decyzje zgodne z tym celem, nawet jeśli ponosi przez to straty. Oczywiście, państwo może przyznać takiej firmie dotację, ale interwencjonizm ma swoje granice. Weźmy inny, mniej ekstremalny przykład: szpital będący instytucją non profit. Misją takiego szpitala może być zapewnianie opieki zdrowotnej na rozsądnym poziomie przy utrzymaniu rozsądnych kosztów. Nie jest jasne, co oznacza tu słowo „rozsądne”, zwłaszcza że rzadkie zasoby muszą być rozdysponowane pomiędzy wiele konkurujących ze sobą celów.



**PK 2.3.** Załóżmy, że zatrudniono Cię do prowadzenia organizacji non profit. Czy w takiej organizacji potrzebny Ci będzie cel? Jeśli tak, to jaki cel możesz zaproponować? Pamiętaj, że cel ten powinien być praktyczną pomocą przy podejmowaniu decyzji w tej organizacji.

## Maksymalizowanie ceny akcji i obniżanie kosztów agencji

Wygląda na to, że zapędziłem się w kozi róg. Cel maksymalizowania ceny akcji jest ograniczony z powodu konfliktów pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami, akcjonariuszami i pożyczkodawcami, a także firmą i społeczeństwem. Jednak inne cele mają jeszcze więcej minusów. Co zatem zrobić?

Jestem za pozostaniem przy maksymalizowaniu ceny akcji jako celu ograniczającym koszty agencji. Jedną z zalet tego celu jest to, że ludzie uczą się na błędach i w kolejnych okresach próbują ich unikać. Menedżerowie nadużywający zaufania akcjonariuszy są w końcu przez nich karani, a ich firmy — przejmowane przez wrogich najeźdźców. Pożyczkodawcy pokrzywdzeni przez działania akcjonariuszy zabezpieczają się w kolejnych transakcjach odpowiednimi zapisami umownymi. Rynki finansowe karzą firmy przekazujące zwodnicze bądź sfałszowane informacje, czego efektem są spadające ceny akcji. A firmy generujące koszty społeczne płacą odszkodowania i ponoszą koszty utraconych przychodów. W związku z tym

nadal obstawiam cel maksymalizowania ceny akcji — mimo kosztów agencji, które bliżej omawiam w kolejnych podpunktach tego rozdziału.

### Akcjonariusze i menedżerowie

Jest jasne, że pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami występują konflikty, a tradycyjny mechanizm kontroli menedżerów przez akcjonariuszy — walne zgromadzenia i rada nadzorcza — często zawodzi. Przepaść pomiędzy tymi dwiema grupami interesariuszy można zmniejszyć, czyniąc ich interesy zbieżnymi bądź zwiększając władzę akcjonariuszy nad menedżerami.

**Należy sprawić, by menedżerowie myśleli tak jak akcjonariusze.** Potencjalny konflikt istnieje zawsze, gdy interesy menedżerów są inne niż akcjonariuszy. Jednym ze sposobów ograniczenia tego konfliktu jest przyznanie menedżerom udziału we własności firmy, w formie akcji bądź opcji na akcje. Wówczas maksymalizowanie ceny akcji staje się dla menedżerów korzystne.

Jednak to podejście ma pewne ograniczenie — wprowadzenie konfliktu na linii menedżerowie-akcjonariusze jest łagodzone, lecz konflikty na innych liniach mogą się zaostrzać. Może na przykład wzrosnąć presja na odbieranie bogactwa obligatariuszom czy prawdopodobieństwo przekazywania rynkom finansowym zwodniczych informacji.

**Należy podnieść skuteczność rady nadzorczej.** W poprzednich podrozdziałach wspominałem o powodach braku skuteczności rad nadzorczych. Od kilku lat zauważam pozytywne zjawiska w tym obszarze: zmieniają się składy i nastawienie rad nadzorczych, co czyni je skuteczniejszymi narzędziami w rękach akcjonariuszy. W 1998 roku firma Korn/Ferry zbadała rady nadzorcze w 900 dużych korporacjach w USA i doszła do następujących wniosków:

- Liczba członków rad nadzorczych stopniowo się zmniejsza. W latach 70. ta liczba spadła z około 20 do 16. W 1998 roku przeciętna rada nadzorcza liczyła już tylko 9 – 11 członków. Mniejsze rady nadzorcze są sprawniejsze i bardziej skuteczne.

- W radach nadzorczych jest mniej pracowników firm. W latach 70. w radach nadzorczych zasiadało średnio po sześciu lub więcej ludzi z firmy, a w 1998 roku tylko po dwóch.
- Członkowie rad nadzorczych coraz częściej otrzymują wynagrodzenie w formie akcji i opcji na akcje firmy zamiast gotówki. W 1973 roku tylko 4% członków rad nadzorczych otrzymywało wynagrodzenie w formie akcji bądź opcji. W roku 1998 było to już 78%. To sprawia, że członkowie rad nadzorczych myślą podobnie jak akcjonariusze.
- Coraz więcej członków rad nadzorczych jest wybieranych przez komitety nominacyjne, a coraz mniej przez dyrektorów zarządzających. W 1998 roku komitety nominacyjne istniały w 75% rad nadzorczych. Dla porównania — w 1973 roku było to tylko 2%.

Czy opłaca się mieć bardziej aktywną radę nadzorczą? MacAvoy i Millstein w artykule „The Active Board of Directors and Its Effect on the Performance of Large Publicly Traded Companies” (1998) przedstawiają dowody, że firmy z aktywnymi radami nadzorczymi osiągają znacznie wyższą stopę zwrotu z kapitału niż inne firmy (stopień aktywności był tu określony na podstawie ocen wydanych przez California Public Employees Retirement System — CALPERS — a także na podstawie wskaźników zachowania rad nadzorczych).

**Należy powiększać władzę akcjonariuszy.** Akcjonariusze mogą na wiele sposobów powiększać swoją władzę nad menedżerami. Po pierwsze, mogą żądać lepszych i bardziej aktualnych informacji, by móc wydawać lepsze osądy o jakości zarządzania firmą. Po drugie, duzi akcjonariusze mogą być jednocześnie zarządzającymi firmy i mieć bezpośredni wpływ na jej decyzje. Warren Buffett, inwestor z dużym pakietem akcji Salomon Brothers, pełnił przejściowo obowiązki dyrektora zarządzającego, kiedy na początku lat 90. firma miała problemy prawne, a ceny jej akcji spadały. Po trzecie, akcjonariusze instytucjonalni mogą być bardziej aktywni: bardziej angażować się w obsadzanie rad nadzorczych, wprowadzać zapisy statutowe chroniące przed utratą kontroli nad firmą czy formułować ogólną politykę zarządzania firmą. W ostatnich latach inwestorzy instytucjonalni używali swojej znaczącej władzy i naciskali, by menedżerowie bardziej troszczyli się o potrzeby akcjonariuszy.



- ✓ **PS 2.4. Inwestorzy instytucjonalni i indywidualni mogą mieć rozbieżne interesy. Czy potrafisz wymyślić scenariusz, w którym te dwie grupy interesariuszy mają sprzeczne interesy?**

**Należy mieć na uwadze groźbę przejęcia.** Fala przejęć w latach 80. zwróciła uwagę inwestorów na negatywne konsekwencje tych działań. W filmach i książkach najeźdźcy planujący wrogie przejęcia byli przedstawiani jako barbarzyńcy, a przejmowane firmy — jako niewinne ofiary. W niektórych przypadkach ten obrazek odpowiadał prawdzie, lecz najczęściej przejęte firmy w pełni zasłużyły na ten los. Z badań przeprowadzonych przez Bhide'a wynika, że firmy, które padły ofiarą wrogich przejęć w latach 1985 – 86, w większości przynosiły znacznie mniej zysków niż ich konkurenci i nie oferowały akcjonariuszom wystarczających stóp zwrotu, a do ich menedżerów należała bardzo niewielka część kapitału akcyjnego. Krótko mówiąc, źle zarządzane firmy miały znacznie większe szanse stać się celami wrogich przejęć.

Przejęcia pełnią między innymi funkcję mechanizmu dyscyplinującego. To podnosi koszty złego zarządzania po stronie menedżerów. Często sama groźba przejęcia wystarczy, by firma restrukturyzowała swoje aktywa i zaczęła lepiej dbać o interes akcjonariuszy. Nic zatem dziwnego, że prawne restrykcje mające utrudnić przejmowanie firm mają niekorzystny wpływ na ceny akcji. Podam przykład. W 1989 roku w stanie Pensylwania uchwalono ustawę chroniącą przed wrogimi przejęciami firmy mające siedzibę na terenie tego stanu. Ustawa była silnie wspierana przez stanową izbę handlową. Karpoff i Malatesta w artykule „The Wealth Effects of Second-Generation State Takeover Legislation” (1990) stwierdzili, że 13 października 1989 roku, w dniu, w którym po raz pierwszy podano w wiadomościach informację o tej ustawie, ceny akcji pensylwańskich firm spadły o 1,58% (po uwzględnieniu zmiany cen akcji na całym rynku tego dnia). W ciągu całego okresu od pierwszych wiadomości o ustawie do jej wejścia w życie w stanie Pensylwania akcje firm z siedzibą w tym stanie straciły 6,90% (po uwzględnieniu zmiany cen akcji na całym rynku w tym okresie). Tę historię trzeba uzupełnić o opis działań akcjonariuszy poza rynkiem finansowym. Inwestorzy instytucjonalni pensylwańskich firm postanowili walczyć z ustawą. Dali menedżerom do zrozumienia, że są niezadowoleni, i zagrozili, że sprzedadzą swoje akcje. Groźba okazała się skuteczna —

większość firm dobrowolnie postanowiła nie korzystać z nowej ochrony ustawowej. Ten przykład pokazuje, jaką władzę mogą mieć akcjonariusze, jeśli tylko postanowią wykorzystać swoją pozycję.

### Akcjonariusze i obligatariusze

Konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami może prowadzić do transferu bogactwa od tych drugich do pierwszych, na przykład jeśli firma będzie inwestować w ryzykowne projekty, wypłacać większe dywidendy, zwiększać poziom dźwigni finansowej, nie rekompensując obligatariuszom utraty bogactwa wynikającego z tych działań. Obligatariusze mogą zapewnić sobie przynajmniej częściową ochronę przed akcjonariuszami na kilka sposobów.

**Klauzule obligacyjne.** Najbardziej bezpośrednim sposobem, w jaki obligatariusze mogą zabezpieczać swój interes, jest zawieranie porozumień z emitentami obligacji. W umowach tych zawarte są konsekwencje wobec emitenta w przypadku działań szkodliwych dla obligatariuszy. Wielu obligatariuszy zawiera z emitentami porozumienia spełniające następujące zadania:

1. *Ograniczanie polityki inwestycyjnej firmy.* Angażowanie się w projekty bardziej ryzykowne, niż przewidywano wcześniej, może prowadzić do transferu bogactwa od obligatariuszy do akcjonariuszy. Niektóre porozumienia z emitentami określają, w co firma może inwestować i jak ryzykowne mogą być jej nowe inwestycje. Takie porozumienia są skuteczne zwłaszcza wówczas, jeśli zapewniają obligatariuszom prawo wetowania działań sprzecznych z ich interesem.
2. *Ograniczanie polityki dywidendy.* Jeśli firma powiększa dywidendy, wskutek odpływu gotówki staje się bardziej ryzykowna dla pożyczkodawców. Wiele porozumień z emitentami ogranicza poziom dywidendy do określonego procentu przyszłych zysków.
3. *Ograniczanie podnoszenia stopnia dźwigni finansowej.* Niektóre porozumienia z emitentami zobowiązują firmę do uzyskania zgody obligatariuszy na nowe długi. Takie rozwiązanie zabezpiecza interes istniejących obligatariuszy.

Klauzule umowne mogą skutecznie chronić obligatariuszy przed nadużyciami, lecz generują pewne koszty po stronie

emitenta. Na przykład emitent w przyszłości może być zmuszony do porzucenia planów zyskowych inwestycji.

**Innowacyjne zabezpieczenia.** Przypadek RJR Nabisco omówiony w poprzednim podpunkcie pokazuje ekstremalny sposób (wykup kredytowany — LBO) przeniesienia bogactwa od istniejących obligatariuszy do akcjonariuszy. Obligatariusze wyciągnęli z takich doświadczeń wnioski i zaczęli zawierać z emitentami porozumienia chroniące przed „wywłaszczeniem” bez odszkodowania. Jednym z takich zabezpieczeń jest prawo obligatariuszy do odsprzedania obligacji emitentowi po cenie nominalnej w przypadku określonych działań krzywdzących obligatariuszy<sup>23</sup>. Często jednym ze zdarzeń kwalifikowanych uprawniających obligatariuszy do skorzystania z zabezpieczeń jest przejęcie emitenta.

**Udziały własnościowe.** Skoro konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami bierze się z natury posiadanych przez nich instrumentów finansowych, to jednym ze sposobów ograniczenia tego konfliktu jest przyznanie obligatariuszom udziału własnościowego w firmie. Obligatariusze mogą kupować jednocześnie obligacje i akcje firmy. Mogą też być uprawnieni do zamieniania obligacji na akcje. Jeśli obligatariusze posiadający takie możliwości uważają, że akcjonariusze wzbogacili się ich kosztem, mogą stać się współwłaścicielami i powetować sobie straty.

### Firmy i rynki finansowe

Informacje przekazywane przez firmy rynkom finansowym zawierają błędy i są czasem mylące. Cena rynkowa kształtowana przez rynki finansowe jest często daleka od wartości rzeczywistej, częściowo z powodu braku efektywności rynku, a częściowo z powodu niewłaściwych informacji. Nie ma prostych rozwiązań tego problemu. Jednak możliwe są działania, które

---

<sup>23</sup> Harris Corporation & Northwest Pipeline (filia Williams Companies) wyemitowała obligacje, dając obligatariuszom prawo do odsprzedania papierów firmie po cenie nominalnej w przypadku obniżenia się ratingu kredytowego emitenta poniżej określonego poziomu bądź zaistnienia zdefiniowanych w porozumieniu wydarzeń kwalifikowanych (takich jak fuzja, duża wypłata dywidendy czy skupienie przez emitenta dużej liczby własnych akcji).

w długim okresie poprawiają jakość informacji i zmniejszają odchylenie ceny rynkowej od rzeczywistej wartości.

**Poprawianie jakości informacji.** Instytucje regulujące rynki finansowe, takie jak amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC), wymagają, by firmy ujawniały więcej informacji, i karzą te spółki, które podają informacje mylące bądź fałszywe. Jednak jakości informacji nie można poprawić jedynie dzięki stosowaniu kary za niewłaściwe ujawnianie informacji. Firmy zawsze będą miały interes w tym, aby kontrolować informacje ujawniane rynkom i udostępniać je w wybranym czasie. Równowagę zapewnia aktywny rynek informacji — rynek złożony z analityków zbierających i ujawniających informacje o firmach, przez które nie są oni zatrudniani ani zwalniani. Oczywiście, analitycy mogą popełniać błędy (podobnie jak firmy), ale mają lepszą motywację do wykopywania negatywnych informacji o firmie i udostępniania ich klientom.

**Podnoszenie efektywności rynków.** Jakości informacji nie można poprawić, stosując kary, a efektywności rynku nie można podnieść za pomocą dekretu. Co sprawia, że rynek jest efektywny? Odpowiedź na to pytanie nie jest prosta. Jednak można podać minimalne wymagane warunki (choć są one niewystarczające) rynku efektywnego:

1. Zawieranie transakcji nie wiąże się z wysokimi kosztami ani innymi utrudnieniami. Im wyższe są koszty transakcyjne i im trudniej jest handlować, tym mniej efektywny jest rynek.
2. Inwestorzy mają dostęp do informacji o instrumentach finansowych w obrocie i posiadają środki konieczne do zawierania transakcji w oparciu o te informacje.

Ograniczanie swobody zawierania transakcji często obniża efektywność rynku, nawet jeśli za tym działaniem stoją dobre chęci. Weźmy na przykład krótką sprzedaż: inwestor sprzedaje akcje, które wcześniej pożyczył (nie kupił), aby zarobić na spadku, czyli odkupić je po niższej cenie, a potem oddać pierwotnemu właścicielowi (pożyczającemu). Wielu obserwatorów rynków finansowych uważa, że krótka sprzedaż jest szkodliwa dla rynków finansowych i należy ją obejmować restrykcjami. Efekt może być taki, że złe informacje o firmie nie są wystarczająco silnie odzwierciedlane spadkiem cen akcji.

- ✓ **PS 2.5.** Na wielu wschodzących rynkach finansowych brakuje wysokiej jakości informacji o firmach, wolumen zawieranych transakcji nie zapewnia wystarczającej płynności instrumentów finansowych, a dramatyczne wahania cenowe notowanych papierów przekładają się na wyższe ryzyko inwestorów. Czy na takich rynkach finansowych można skutecznie maksymalizować wartość rynkową firmy i cenę akcji?

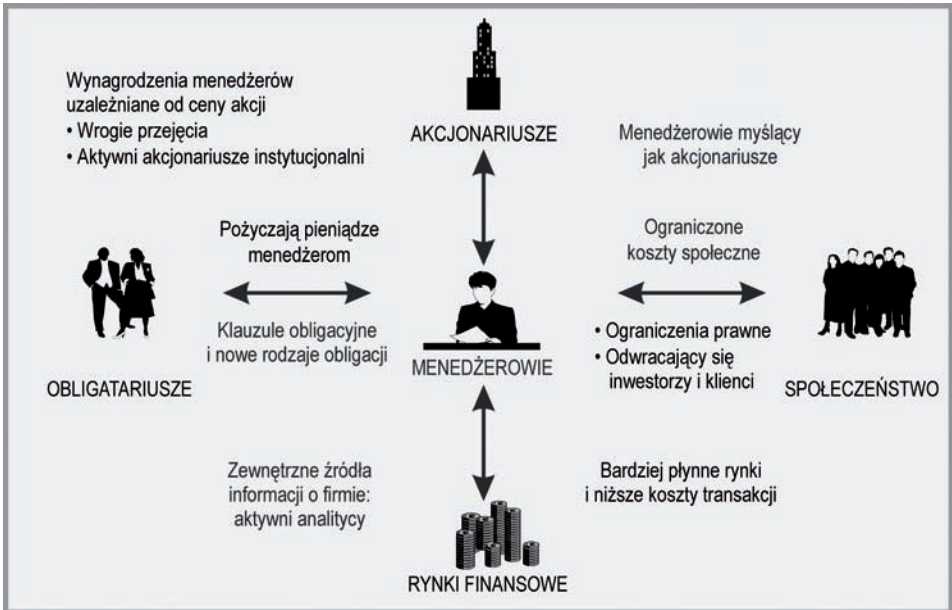
### Firmy i społeczeństwo

Firmy działające w swoim interesie będą zawsze generować koszty społeczne. Z jednej strony nie sposób ignorować kosztów społecznych przy podejmowaniu decyzji, a z drugiej koszty te są zbyt niedookreślone, aby uwzględniać je explicite w analizach firmy. Jednym z rozwiązań jest uwzględnienie w celu maksymalizowania wartości firmy czy bogactwa akcjonariuszy filozofii dobrego obywatela, polegającej na minimalizowaniu czy eliminowaniu kosztów społecznych — i to nawet wówczas, jeśli żadne prawo nie zobowiązuje firmy do przestrzegania tych ograniczeń. To podejście ma istotną wadę. Otóż pojęcie dobrego obywatela może być definiowane różnie w różnych firmach i przez różnych menedżerów. Mimo to niektóre firmy zbudowały reputacje dobrych korporacji-obywateli i skorzystały na tym.

Firmy będą kierować się względami społecznymi tylko wówczas, jeśli będzie to leżało w ich interesie ekonomicznym. Zaczną one liczyć się z kosztami społecznymi tylko pod warunkiem, że z powodu tych kosztów klienci przestaną kupować ich produkty, a inwestorzy — ich akcje. Producenci odzieży oskarżani o wykorzystywanie w azjatyckich fabrykach dzieci w charakterze taniej siły roboczej zorientowali się, że niektórzy klienci odwrócili się od nich. Dopiero wtedy firmy te zwróciły uwagę na warunki pracy w tych fabrykach. Problem kosztów społecznych może być częściowo rozwiązany za pomocą narzędzi legislacyjnych (choć jest to rozwiązanie kosztowne). Procesy sądowe wytaczane koncernom tytoniowym przez palaczy doprowadziły do spadku cen akcji tych firm — inwestorzy postanowili zaczekać, aż będą znane ekonomiczne koszty tych działań prawnych.

**Argument za maksymalizowaniem bogactwa akcjonariuszy.** Biorąc pod uwagę inne cele firmy — wybranie nowych zasad ładu korporacyjnego, maksymalizowanie udziału w rynku,

zysku bądź przychodów i skali działania czy też uwzględnianie przy podnoszeniu wartości kosztów społecznych — decydują się na maksymalizowanie bogactwa z bardzo prostej przyczyny. Ten cel — w przeciwieństwie do trzech innych, które omówiłem wcześniej — ma w sobie mechanizm samodoskonalenia: poszczególne grupy interesu wyciągają wnioski z wcześniejszych błędów i zmieniają zasady gry. Ekscesy menedżerów z lat 80. — szantaż akcyjny, złoty spadochron czy zatrute pigułki — sprawiły, że w latach 90. akcjonariusze instytucjonalni stali się bardziej aktywni. Działania akcjonariuszy krzywdzące obligatariuszy doprowadziły do powstawania klauzul obligacyjnych — ograniczeń narzucanych emitentom — i nowych rodzajów obligacji. Podawanie rynkom finansowym nierzetelnych i opóźnionych informacji często prowadzi do ostrych spadków cen akcji i wydłuża okres, w którym wiarygodność firmy jest zachwiana. I wreszcie, firmy generujące koszty społeczne zorientowały się, że ich wartość rynkowa z tego powodu obniża się. Rysunek 2.6 ilustruje konsekwencje nadużyć i błędów popełnianych przez firmy maksymalizujące wartość rynkową.



Rysunek 2.6. Ograniczenia maksymalizowania ceny akcji



**PK 2.4. Wyobraź sobie, że jesteś carem gospodarki rynków wschodzących. Chcesz stworzyć warunki potrzebne menedżerom i firmom do maksymalizowania cen akcji. Jakie działania proponujesz?**

## Postscriptum — ograniczenia finansów przedsiębiorstw

W ostatniej dekadzie finanse przedsiębiorstw poddawano ostrej krytyce. Wielu obserwatorów uważa, że zależność od nich doprowadziła do utraty dużej liczby miejsc pracy w fabrykach, polaryzacji bogactwa i innych porażek skorporowanej Ameryki. Ta krytyka jest w części uzasadniona, a cel maksymalizowania bogactwa akcjonariuszy — ograniczony i jednostronny. Jednak część krytyki opiera się na niezrozumieniu tego, o co tak naprawdę chodzi w finansach przedsiębiorstw. Często wyolbrzymia się ich znaczenie w istotnych decyzjach firm.

Zwolennicy podejmowania decyzji w oparciu o finanse przedsiębiorstw zakładają, że rynki finansowe są w dużym stopniu efektywne. Inni krytykują tak duże zaufanie do rynków finansowych (poniekąd słusznie). Jednak niektórzy posuwają się zbyt daleko, dowodząc, że teoria finansów przedsiębiorstwa nie ma podstaw. Ta teoria w dużej części oparta jest na celu maksymalizowania bogactwa akcjonariuszy i nie zakłada, że rynki finansowe są efektywne. Jedyne założenie jest takie, że skoro ceny akcji da się używać do mierzenia sukcesów i porażek firm, to można przypuszczać, że rynki finansowe są efektywne.

Niegdyś ekonomia była uznawana za naukę opartą na mamonie. Krytycy przypięli finansom przedsiębiorstw łatkę dyscypliny nieetycznej, skoncentrowanej na zysku i cenach rynkowych, ignorującej to, że ludzie tracą posady, a ich pensje są ograniczane. Prawdą jest, że kiedy firmy restrukturyzują się bądź upadają, maksymalizowanie bogactwa akcjonariuszy może oznaczać straty po stronie innych interesariuszy: klientów czy pracowników. Jednak w większości przypadków decyzje powiększające wartość rynkową poprawiają także sytuację klientów i pracowników. Co więcej, jeśli firma naprawdę jest w kłopotach — dlatego że konkurenci mają niższe ceny lub stosowana technologia stała się zbędna — opcjami nie są likwidacja lub przetrwanie, ale szybkie rozwiązanie problemu (tę drogę rekomenduje teoria finansów przedsiębiorstwa) lub powolna śmierć: pogarszająca się stopniowo sytuacja firmy i coraz wyższe koszty społeczne.

Konflikt pomiędzy maksymalizowaniem bogactwa dla firmy i społeczeństwa to przyczyna, dla której szkoły biznesu włączają do swoich programów nauczania etykę. Nie istnieją cele ani zasady podejmowania decyzji, które doskonale radziłyby sobie z kwestiami społecznymi — po prostu dlatego, że

kwestie te są w dużej mierze subiektywne i trudne do skwantyfikowania. Dlatego teoria finansów przedsiębiorstwa zakłada, że menedżerowie nie podejmują decyzji powodujących wysokie koszty społeczne. Tak to wygląda, mimo iż założenie, że większość decydentów kieruje się etyką i unika tworzenia nierozsądnych kosztów dla społeczeństwa czy innych grup interesariuszy, jest nieuzasadnione. Kiedy to założenie okazuje się nieprawdziwe, teoria finansów przedsiębiorstwa jest poddawana etycznej i moralnej krytyce. Tymczasem tę krytykę należałoby raczej kierować do tych, którzy faktycznie łamią zasady ładu społecznego.



**PK 2.5. W ubiegłych latach niektórzy twierdzili, że firma powinna maksymalizować nie tyle bogactwo akcjonariuszy, co bogactwo interesariuszy: właścicieli, obligatariuszy, pracowników i społeczeństwa. Jakie są zalety i wady takiego podejścia? Jak można w praktyce realizować ten cel?**

## Podsumowanie

---

Celem finansów przedsiębiorstw jest maksymalizowanie wartości firmy, lecz w praktyce cel ten zawęża się do maksymalizacji ceny akcji firmy. Cena akcji jako możliwa do zmierznienia i jednoznaczna miara sukcesu firmy jest jasnym celem pomagającym menedżerom przy podejmowaniu decyzji.

Jeśli przyjąć, że maksymalizowanie ceny akcji jest jedynym celem firmy, trzeba pokonać ważny problem — różni interesariusze (akcjonariusze, menedżerowie, pożyczkodawcy i społeczeństwo) mają różne interesy i rozbieżne cele. Te różnice — których rezultatem są koszty agencji — mogą powodować, że jedni interesariusze będą przedkładać własny interes ponad korzyści innych grup: menedżerowie mogą wykorzystać akcjonariuszy, akcjonariusze mogą wzbogacić się kosztem pożyczkodawców, firmy mogą zwodzić rynki finansowe, a podejmowane decyzje mogą powodować duże koszty społeczne. Ze względu na koszty agencji wielu ekspertów proponuje inne cele niż maksymalizowanie ceny akcji. Łatwo byłoby przyjąć alternatywne opcje, lecz każda z nich ma swoje ograniczenia.

Z powodu ograniczeń innych opcji cel maksymalizowania ceny akcji jest najlepszym wyborem — i to z dwóch powodów. Po pierwsze, koszty agencji pomiędzy różnymi grupami interesariuszy można znacznie ograniczyć, łącząc interes



akcjonariuszy, menedżerów i pożyczkodawców, karząc firmy generujące wysokie koszty społeczne i przekazujące rynkom finansowym fałszywe informacje. Po drugie, maksymalizowanie ceny akcji jest celem, który sam się doskonali. Inaczej mówiąc, nadużycia którejkolwiek z grup interesariuszy powodują reakcję pozostałych grup, a one z kolei ograniczają prawdopodobieństwo, że negatywne zachowania będą powtarzane.

## Zadania sprawdzające

---

1. Jaka jest różnica pomiędzy maksymalizowaniem wartości firmy i maksymalizowaniem bogactwa akcjonariuszy? W jakich warunkach cele te są równoznaczne?
2. Jaka jest różnica pomiędzy maksymalizowaniem bogactwa akcjonariuszy i ceny akcji? W jakich warunkach cele te są równoznaczne?
3. W jakich warunkach maksymalizowanie wartości firmy wzbogaca społeczeństwo?
4. W każdej firmie równowaga pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami zależy od dużej liczby czynników wewnętrznych i występujących w otoczeniu firmy. Określone zdarzenia mogą powodować przesunięcia władzy w kierunku menedżerów bądź akcjonariuszy; mogą też nie mieć wpływu na istniejącą równowagę. Oceń, w jaki sposób każde z wymienionych zdarzeń mogłoby zmienić równowagę sił.
  - a. Firma poszerza skład rady nadzorczej z 11 do 22 członków i pozwala, by dodatkowe osoby wytypował dyrektor zarządzający.
  - b. Pewien aktywny inwestor zdołał umieścić w radzie nadzorczej trzech swoich kandydatów kosztem kandydatów rekomendowanych przez menedżerów.
  - c. Firma, w której 40% ze 100 000 akcji mają pracownicy (w tym menedżerowie), pozyskuje świeży kapitał w drodze emisji w ofercie publicznej 500 000 akcji niemych.
  - d. Przyjęto ustawę ograniczającą możliwość dokonywania wrogich przejęć.
5. Niektóre firmy wiele razy wchodzi na rynek kapitałowy, aby pozyskiwać fundusze. Zaciągają dług i podnoszą kapitał własny. Z kolei inne firmy robią to bardzo rzadko. Którego typu firma jest mniej skłonna do zwodzenia rynków finansowych i dlaczego?
6. Wiele wykupów kredytowanych (LBO) w latach 80. było przeprowadzonych przez menedżerów, którzy za pożyczone pieniądze skupili akcje swoich firm. Można założyć, że te przejęcia były częściowo umotywowane chęcią połączenia funkcji właścicielskiej i zarządzania. Jakiego rodzaju firmy — chodzi o wielkość, zyskowość i wyniki — byłyby najlepszymi kandydatami do takich przejęć?

## Pytania problemowe

Odpowiadając na pytania problemowe, możesz zastosować premię za ryzyko rynkowe na poziomie 5,5% i 40-procentową stawkę podatku (jeśli te wielkości nie są podane w treści zadań).

1. Pomiędzy interesami akcjonariuszy i menedżerów istnieje konflikt. W teorii zakłada się, że akcjonariusze mogą kontrolować menedżerów przez walne zgromadzenia i radę nadzorczą. Dlaczego te mechanizmy dyscyplinujące nie sprawdzają się w praktyce?
2. Akcjonariusze mogą odbierać bogactwo obligatariuszom przez szereg różnych działań. W jaki sposób wymienione niżej działania akcjonariuszy zubożają obligatariuszy?
  - (a) wzrost dywidend
  - (b) kredytowany wykup (LBO)
  - (c) podejmowanie się ryzykownych przedsięwzięć
 Jak obligatariusze mogą się chronić przez tymi działaniami?
3. Zmienność cen akcji jest za duża, aby można było uznać rynki finansowe za efektywne. Skomentuj to stwierdzenie.
4. Maksymalizowanie ceny akcji nie ma sensu, ponieważ inwestorzy są nastawieni na wyniki w krótkim okresie i nie troszczą się o efekty długookresowe. Skomentuj to stwierdzenie.
5. Niektórzy stratedzy korporacyjni sugerują, że firmy powinny bardziej koncentrować się na maksymalizowaniu udziału w rynku niż cen akcji. W jakich warunkach taka strategia może się sprawdzać, a w jakich nie?
6. Strategie chroniące firmę przed wrogimi przejęciami mogą być w najlepszym interesie akcjonariuszy. W jakich warunkach to twierdzenie jest prawdziwe?
7. Firmy spoza USA często emitują w wolnym obrocie akcje dwóch kategorii. Często akcje uprawniające do głosowania na walnym zgromadzeniu są w rękach urzędujących menedżerów, zaś większość pozostałych akcji w wolnym obrocie to akcje nieme. Jakie są tego konsekwencje dla ładu korporacyjnego?
8. W poprzednich latach zarządzającym przyznawano duże pakiety opcji na akcje ich firm. Czy tak wynagradzani menedżerowie lepiej realizowali potrzeby akcjonariuszy? Uzasadnij. Czy ten schemat wynagradzania jest krzywdzący dla pożyczkodawców?
9. Spółka *Reader's Digest* ma akcje uprawniające do głosowania i nieme. Około 70% akcji z prawem głosu jest w rękach dyrektora zarządzającego. Załóżmy, że posiadasz znaczny procent akcji niemych. Czy taki rozkład sił jest dla Ciebie niekorzystny? W jaki sposób mógłbyś wywrzeć nacisk na firmę, aby lepiej chronić swoje interesy?
10. Duże banki w Niemczech często udzielają dużych pożyczek firmom, w których posiadają znaczne udziały własnościowe. I tak na przykład Deutsche Bank jest największym akcjonariuszem i jednocześnie największym pożyczkodawcą spółki DaimlerChrysler. Jakie dostrzegasz potencjalne konflikty interesów?
11. Często mówi się, że menedżerowie — którym powierza się cel maksymalizowania ceny akcji — mają do wyboru: trzymać się zasad odpowiedzialności społecznej albo stracić posady. Czy zgadzasz się z tym twierdzeniem? Czy znasz przykład, w którym odpowiedzialność społeczna i maksymalizowanie wartości firmy idą w parze?

12. Załóżmy, że jesteś doradcą tureckiej firmy do spraw finansów przedsiębiorstw. Nie wierzysz, że rynek turecki jest efektywny. Czy zarekomendujesz maksymalizowanie ceny akcji jako cel tej firmy? Jeśli nie, jaki inny cel możesz wskazać?
13. Niektórzy argumentują, że obligacje zamienne (tj. obligacje z prawem zamiany ich w przyszłości na akcje firmy) zabezpieczają obligatariuszy przed szkodą ze strony akcjonariuszy. Jakie jest uzasadnienie tego twierdzenia?
14. Społeczeństwa usiłują ograniczać prywatne interesy za pomocą narzędzi prawnych, by przeciwdziałać zachowaniom mogącym kreować koszty społeczne (jak zatrucie wody). Czy problem kosztów społecznych można w ten sposób wyeliminować całkowicie, nawet jeśli nie będzie luk prawnych? Dlaczego tak i dlaczego nie?
15. Speculanci pozbawieni skrupułów mogą przejmować dobrze funkcjonujące firmy i niszczyć je dla osobistych korzyści — to argument za wprowadzaniem przepisów utrudniających wrogie przejęcie. Czy uważasz, że należy wprowadzać takie przepisy? Uzasadnij, dlaczego?

## PRAWDZIWE FIRMY W CZASIE RZECZYWISTYM



### ANALIZA ŁADU KORPORACYJNEGO

#### Cel

Przeanalizować strukturę ładu korporacyjnego firmy i ocenić, kto ma większą władzę: urzędujący menedżerowie czy akcjonariusze?

#### Kluczowe pytania

Wybierz do analizy dowolną firmę i rozważ kluczowe pytania na jej przykładzie:

- Czy w tej firmie funkcja zarządzania jest wyraźnie oddzielona od funkcji właścicielskiej? Jeśli tak, to w jakim stopniu menedżerowie realizują cele akcjonariuszy?
- Czy istnieje potencjalny konflikt pomiędzy akcjonariuszami i pożyczkodawcami tej firmy? Jeśli tak, to jak ten konflikt jest rozstrzygany?
- W jaki sposób ta firma działa na rynkach finansowych? Jak firma przekazuje rynkom informacje?
- W jaki sposób ta firma traktuje swoje zobowiązania społeczne i jak zarządza wizerunkiem społecznym?

**Pytania analityczne****1. Dyrektor zarządzający**

- Kto jest dyrektorem zarządzającym firmy i od jak dawna?
- Jeśli jest to firma rodzinna, czy dyrektor zarządzający należy do rodziny? A jeśli jest spoza rodziny, jaką przebył ścieżkę kariery, by objąć to stanowisko? (Czy wywodzi się z organizacji, czy spoza niej?)
- Jak wiele dyrektor zarządzający zarobił w zeszłym roku? W jakiej formie jest wypłacane jego wynagrodzenie (pensja podstawowa, premie, opcje na akcje)?
- Jaką część akcji i opcji na akcje firmy ma dyrektor zarządzający?

**2. Rada nadzorcza**

- Kto zasiada w radzie nadzorczej firmy i od jak dawna?
- Ilu członków rady nadzorczej wywodzi się z grona pracowników firmy?
- Ilu członków rady nadzorczej ma z firmą inne powiązania (jako dostawcy, klienci itd.)?
- Ilu członków rady nadzorczej jest jednocześnie dyrektorami zarządzającymi innych firm?
- Czy w radzie nadzorczej są osoby mające duży udział własnościowy w firmie bądź reprezentujące jej dużych akcjonariuszy?

**3. Obligatariusze**

- Czy w publicznym obrocie znajdują się jakieś papiery dłużne wyemitowane przez firmę?
- Czy firma zawarła jakieś porozumienia chroniące posiadaczy tych papierów wartościowych?
- Czy ewentualne porozumienia z obligatariuszami firmy narzucają na akcjonariuszy jakieś ograniczenia?

**4. Rynki finansowe**

- Ilu analityków śledzi działania firmy?
- Czy papiery wartościowe firmy w publicznym obrocie są wystarczająco płynne (czy jest wystarczająco wysoki wolumen obrotu nimi)?

### 5. Społeczeństwo

- Jak firma ustosunkowuje się do swojej odpowiedzialności społecznej?
- Czy firma ma nieprzeciętną złą albo dobrą reputację jako korporacja-obywatel?
- Jeśli tak, jak zasłużyła sobie na tę reputację?
- Jeśli firma była niedawno celem krytyki społecznej, jak na to zareagowała?

### Źródła informacji

Informacje o dyrektorach zarządzających i radach nadzorczych spółek notowanych na giełdach w USA są upubliczniane za pośrednictwem amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). Na standardowym formularzu DEF 14 są umieszczane dane osobowe osób zarządzających i członków rad nadzorczych, dane o ich powiązaniach z firmą i informacje o ich wynagrodzeniach. Do publicznej wiadomości są podawane także informacje o transakcjach z użyciem papierów wartościowych dokonanych przez te osoby. W przypadku firm nienotowanych na giełdach w USA znacznie trudniej jest zdobyć takie informacje. Brak łatwo dostępnych danych o osobach zarządzających i członkach rad nadzorczych sugeruje, że poza USA urzędujący menedżerowie mają stosunkowo większą władzę<sup>24</sup>.

Informacje o powiązaniach firmy z obligatariuszami są zwykle umieszczane w umowach dotyczących emisji obligacji lub zaciągnięcia pożyczki. Te informacje nie zawsze są podawane do publicznej wiadomości, co pośrednio odbija się na obniżonym ratingu kredytowym firmy emitującej nowe obligacje.

Relacje firmy z rynkami finansowymi to sprawa złożona. Informacje o analitykach śledzących działania danej firmy są podawane w publikacjach takich, jak na przykład *Nelson Directory of Securities Research*. W przypadku większych firm śledzonych przez większą liczbą analityków użytecznymi źródłami informacji mogą być archiwalne wydania czasopism takich, jak *Financial Times*, *Wall Street Journal*, *Forbes* czy *Barron's*.

<sup>24</sup> W krajach Unii Europejskiej, w tym w Polsce, wymagania dotyczące obowiązków informacyjnych są stawiane na równie wysokim poziomie — *przyp. red.*

Niełatwo dotrzeć do dobrych informacji o reputacji firmy jako korporacji-obywatela — głośno jest przede wszystkim o tych firmach, które mają najgorszą bądź najlepszą reputację. Być może dobrym źródłem informacji o wizerunku korporacji-obywatela są składy portfeli funduszy inwestycyjnych deklarujących odpowiedzialność społeczną; oczywiście, ocena korporacji przez takie fundusze inwestycyjne może być arbitralna.

### Źródła informacji online

<http://www.wiley.com/college/damodaran>

## Bibliografia

- Artykuły i książki, do których odnosi się ten rozdział**
- Chan S.H., Martin J., Kensinger J., „Corporate Research and Development Expenditures and Share Value”, *Journal of Financial Economics* 1990, nr 26, s. 255 – 276.
- Chaney P.K., Devinney T.M., Winer R.S., „The Impact of New Product Introduction on the Market Value of Firms”, *Journal of Business* 1991, nr 64, s. 573 – 610.
- Damodaran A., „The Weekend Effect in Information Releases: A Study of Earnings and Dividend Announcements”, *Review of Financial Studies* 1989, nr 2 (4), s. 607 – 623.
- Kaplan S.N., „Corporate Governance and Corporate Performance, A Comparison of Germany, Japan and the United States”, *Journal of Applied Corporate Finance* 1997, nr 9 (4), s. 86 – 93.
- Karpoff J.M., Malatesta P.H., „The Wealth Effects of Second-Generation State Takeover Legislation”, *Journal of Financial Economics* 1990, nr 25, s. 291 – 322.
- MacAvoy P.W., Millstein I.M., „The Active Board of Directors and Its Effect on the Performance of Large Publicly Traded Companies”, *Columbia Law Review* 1998, nr 98, s. 1283 – 1322.
- Macey J. R., „Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance Systems: Towards a More Scientific Approach”, *Journal of Applied Corporate Finance* 1998, nr 10 (4), s. 16 – 25.
- McDonnell J.J., Muscarella C.J., „Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm”, *Journal of Financial Economics* 1985, nr 14, s. 399 – 422.
- Penman S.H., „The Distribution of Earnings News over Time and Seasonalities in Aggregate Stock Returns”, *Journal of Financial Economics* 1987, nr 18 (2), s. 199 – 228.
- Porter M.E., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York 1980.
- Shapiro A.C., *Modern Corporate Finance*, Macmillan, New York 1989.
- Shiller J.R., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton 2000.
- Artykuły w prasie finansowej, do których odnosi się ten rozdział**
- „The Best and the Worst Boards”, *Business Week*, 26 listopada 1997.
- Nowe badanie wykonane przez firmę Korn/Ferry pokazuje dramatyczne zmiany w składach rad nadzorczych amerykańskich

korporacji, jakie dokonały się w ciągu ostatnich 25 lat. Zobacz Korn/Ferry International, [www.kornferry.com](http://www.kornferry.com), 1999.

### **Odwołania ogólne**

Aby dowiedzieć się więcej o ładzie korporacyjnym, zobacz:

Monks R.A.G., Minow N., *Corporate Governance*, Blackwell, Oxford 1994 (klasyczny artykuł o konflikcie pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami).

Jensen M.C., Meckling W., „Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 1976.

### **Strony internetowe**

<http://www.wiley.com/college/damodaran>