

JAROSŁAW NOWICKI

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

## ZWIĘKSZANIE WARTOŚCI DLA WŁAŚCICIELI A CEL DZIAŁANIA PRZEDSIĘBIORSTWA W TEORII FIRMY

### Streszczenie

W opracowaniu dokonano przeglądu koncepcji celu działalności przedsiębiorstwa w teorii firmy. Wychodząc od maksymalizacji zysku w teorii tradycyjnej, wskazano na zastrzeżenia pod jej adresem, które dały asumpt do rozwoju konkurencyjnych koncepcji w ramach alternatywnych teorii przedsiębiorstwa. Dokonano podziału celów na empiryczne i normatywne. Charakteryzując dominujący obecnie normatywny cel przedsiębiorstwa, czyli zwiększanie wartości dla właścicieli, odniesiono go do innych koncepcji celu działania firmy.

**Słowa kluczowe:** cel działalności przedsiębiorstwa, teoria przedsiębiorstwa, wartość dla właścicieli, zarządzanie wartością

### Wprowadzenie

Cel działania przedsiębiorstwa zajmuje centralne miejsce w wielu szczegółowych teoriach firmy. Niektóre z nich zostały wyodrębnione jako nowa teoria przedsiębiorstwa tylko dlatego, że proponowały nowy, inny niż dotychczasowe, cel funkcjonowania przedsiębiorstwa. Współcześnie za najbardziej rozpowszechnioną koncepcję celu działania przedsiębiorstwa należy uznać zwiększanie wartości dla właścicieli<sup>1</sup>. Nie jest to koncepcja osadzona w jednej konkretnej teorii

---

<sup>1</sup> Jak wskazano dalej w tekście, koncepcja ta wydaje się dominować w środowisku naukowym. Jest podstawą systemów zarządzania w ramach zarządzania przez wartość (zarządzania wartością przedsiębiorstwa, *value-based management*).

przedsiębiorstwa, można traktować ją raczej jako cel wspólny dla wielu teorii, swoisty rezultat rozważań nad celem działania firmy w ujęciu normatywnym. Celem niniejszego opracowania jest przegląd koncepcji celu działania przedsiębiorstwa w teorii firmy<sup>2</sup> i wskazanie w tym kontekście miejsca zwiększania wartości dla właścicieli.

## 1. Cel działania przedsiębiorstwa w tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa

Tradycyjna teoria przedsiębiorstwa przyjmuje, że celem działalności firmy jest maksymalizacja zysku<sup>3</sup>. Podkreślić należy, że maksymalizacja zysku jest założeniem w modelowaniu neoklasycznym, poczynionym bez dbałości o to, w jakim stopniu odpowiada ono rzeczywistości<sup>4</sup>. Należy zgodzić się z Tomaszem Gruszeckim, że o ile przyjęcie takiego założenia było pomocne w modelowaniu neoklasycznym<sup>5</sup>, o tyle traktowanie tego stwierdzenia jako obiektywnej i rzeczywistości działającej prawidłowości musi budzić wątpliwości<sup>6</sup>.

Zapoczątkowanie rozważań nad celem działalności przedsiębiorstwa od teorii neoklasycznej wydaje się o tyle istotne, że większość alternatywnych teorii firmy buduje konkurencyjne propozycje na bazie krytyki maksymalizacji zysku w teorii tradycyjnej.

Zastrzeżenia pod adresem maksymalizacji zysku budzą wnioski płynące z obserwacji rzeczywistości. Wynika z nich, że przedsiębiorstwa nie maksymalizują zysku. Jako przykłady takich obserwacji można podać:

- właściciele małych przedsiębiorstw, często jednoosobowych, których główną motywacją jest „bycie swoim własnym szefem”;

---

<sup>2</sup> Chodzi o cel przedsiębiorstwa nazywany przez Adama Nogę celem powszechnym. Oprócz tej kategorii wspomniany autor wyróżnia także cele autonomiczne przedsiębiorstw. Zob. A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009, s. 64.

<sup>3</sup> Zasada maksymalizacji zysku wymyka się wprowadzonym w kolejnym punkcie kryteriom podziału celów na empiryczne i normatywne. Zastrzeżenia pod adresem tak sformułowanego celu odnoszą się zarówno do sprzecznych z nim obserwacji empirycznych, jak i do faktu, że nie powinien być celem w ujęciu normatywnym.

<sup>4</sup> Zob. A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw...*, s. 112.

<sup>5</sup> Przyjęcie takiego założenia w modelowaniu ekonomicznym upraszcza rozumowanie i pozwala na wyprowadzenie dalszych zależności. Zob. T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR, Warszawa 1994, s. 139.

<sup>6</sup> Pod adresem zasady maksymalizacji zysku Gruszecki wymienia zastrzeżenia metodologiczne, empiryczne, ekonomiczne i etyczne. Zob. T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 159–166.

- przedsiębiorstwa rodzinne, których rozwój jest podporządkowany zasadzie pozostawania pod kontrolą rodziny;
- przedsiębiorstwa innowacyjne, których właściciele chcą zrealizować jakiś nowatorski projekt;
- przedsiębiorstwa non profit, których działalność nastawiona jest na inne cele niż zysk;
- przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, których głównym celem jest zaspokajanie potrzeb publicznych<sup>7</sup>.

Problematyczna jest ponadto próba skonkretyzowania odpowiedzi na pytanie o to, kto maksymalizuje zysk. Przedsiębiorstwo nie jest bowiem jakimś suwerennym, podejmującym decyzje bytem. Działają w nim tylko ludzie, którzy mogą mieć różne cele, w tym inne niż maksymalizacja zysku, o czym przekonuje m.in. teoria agencji, teorie behawioralne czy menedżerskie teorie przedsiębiorstwa. Ten problem dotyczy większości podmiotów, ponieważ rozbieżność interesów nie występuje jedynie w firmach jednoosobowych.

Poza tym próba uszczegółowienia omawianego celu prowadzi nieuchronnie do maksymalizacji zysku księgowego (np. zysku netto). Zysk księgowy jest obarczony wadami wynikającymi z ułomności rachunkowości<sup>8</sup>. Skutkują one tym, że zysk księgowy obliczony zgodnie z obowiązującymi przepisami może przyjmować różne wielkości, w zależności od przyjętych zasad rachunkowości, może być także kreowany przez zarządzających przedsiębiorstwem. W związku z tym realizacja postawionego przed kierownictwem celu w postaci maksymalizacji zysku

---

<sup>7</sup> Tamże, s. 161–164. Wskazać można poza tym na inne zastrzeżenia natury praktycznej. Maksymalizacja zysku w ujęciu proponowanym przez teorię tradycyjną sugeruje, że cena maksymalizująca zysk ustalana jest w punkcie zrównania się przychodu marginalnego z kosztem marginalnym. Praktyka działania przedsiębiorstw pokazuje, że bardzo częstym sposobem ustalania cen jest narzut zysku na koszty, co stoi w sprzeczności z zasadą maksymalizacji zysku.

<sup>8</sup> Wśród najczęściej wskazywanych ułomności tradycyjnej rachunkowości wymienić można m.in. występowanie różnych standardów rachunkowości, nieuwzględnianie zmiennej wartości pieniądza w czasie oraz poziomu ryzyka, nieuwzględnianie konieczności inwestowania. Zob. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa, 1999, s. 16; T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Wartość poznawcza nadwyżki pieniężnej przy ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1998, 10, s. 509.

może polegać na księgowym kreowaniu wyniku, co nie wpływa albo wpływa destrukcyjnie na efektywność przedsiębiorstwa<sup>9</sup>.

## 2. Cele empiryczne i cele normatywne

W dalszej części opracowania koncepcje celu przedsiębiorstwa osadzone w różnych alternatywnych teoriach firmy podzielono na dwie grupy. Pierwsza z nich obejmuje cele faktycznie realizowane przez przedsiębiorstwa. Wynikają z obserwacji empirycznych i takich teorii przedsiębiorstwa, których zamiarem było wyjaśnienie rzeczywistości (teorie empiryczne). Cele z tej grupy w dalszej części opracowania nazywane są empirycznymi celami przedsiębiorstwa. Druga grupa obejmuje cele wynikające z teorii normatywnych, tj. takich, które zgłaszają postulaty co do pożądanego stanu rzeczy. Są to zatem odpowiedzi na pytanie, co powinno być celem przedsiębiorstwa i w dalszej części opracowania nazywa się je normatywnymi celami przedsiębiorstwa.

## 3. Cel działania przedsiębiorstwa w teoriach alternatywnych

Próby odpowiedzi na pytanie o cel działalności przedsiębiorstwa podejmowano w ramach alternatywnych teorii firmy, przy czym w większości rozważania na ten temat dotyczyły celu faktycznie realizowanego przez przedsiębiorstwo (celu empirycznego). Pierwszymi teoriami, które otwarcie zakwestionowały zasadę maksymalizacji zysku, były teorie menedżerskie<sup>10</sup>. Wywodzą się z obserwacji dużych zarządzanych przez menedżerów korporacji z rozproszoną własnością, z których wynikało, że podmioty te nie maksymalizują zysku. Jako alternatywne

---

<sup>9</sup> Odpowiedzią na przytoczone argumenty bywa stwierdzenie, że zasada maksymalizacji zysku jest ujęciem modelowym i ogólnym, które co prawda abstrahuje od szeregu uwarunkowań rzeczywistej działalności przedsiębiorstw, ale pozwala odkryć pewną wspólną zasadę zachowań bardzo różnorodnych podmiotów. Jest to tzw. umiarkowana postać zasady maksymalizacji zysku (zob. T. Gruszecki, *Współczesne teorie...*, s. 166). Jednocześnie takie postawienie problemu oznaczałoby, że stwierdzenie, iż przedsiębiorstwa powinny maksymalizować zysk, należy rozumieć jako ogólne wskazanie na konieczność poprawy efektywności. Jednak takie ogólne zalecenie jest mało przydatne w rzeczywistym funkcjonowaniu przedsiębiorstw.

<sup>10</sup> Tamże, s. 157.

cele realizowane przez korporacje zarządzane przez menedżerów (cele empiryczne) wskazano<sup>11</sup>:

- maksymalizację sprzedaży – model Baumola (1959);
- maksymalizację użyteczności dla menedżerów poprzez zwiększanie wydatków dyskrecyjnych – model Williamsona (1964);
- maksymalizację wzrostu – model Marris (1964).

Model Baumola<sup>12</sup> wychodzi od konstatacji, że płace menedżerów w większych firmach są wyższe niż w mniejszych, a z wielkością spółki wiąże się przywileje, takie jak służbowe samochody, ekskluzywne biura, wysokie limity wydatków reprezentacyjnych. Ponadto wysokie przychody ze sprzedaży, duży udział w rynku i większa siła przetargowa stanowią bariery wejścia dla potencjalnych konkurentów, zwiększając szanse przetrwania firmy w długim okresie i dając menedżerom stabilność zatrudnienia. Płace i inne korzyści są zatem skorelowane z poziomem sprzedaży. Dlatego menedżerowie dążą do maksymalizacji sprzedaży. Narzucają taki cel całemu przedsiębiorstwu, warunkiem ograniczającym jest dla nich jedynie osiągnięcie minimalnego poziomu rentowności kapitału narzuconego przez właścicieli. Stąd menedżerowie starają się maksymalizować sprzedaż w przedziale gwarantującym minimalną wymaganą przez właścicieli rentowność kapitału.

W modelu Williamsona<sup>13</sup> celem działalności menedżerów jest maksymalizacja użyteczności, którą można opisać w kategoriach pieniężnych i niepienięż-

---

<sup>11</sup> Do teorii menedżerskich, oprócz wymienionych, zalicza się niekiedy także teorię wzrostu firmy Edith Penrose, prekursorki szkoły zasobów i kompetencji (*resource-based view of the firm, competence-based school*). Zob. E. Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*, Blackwell, Oxford 1959; J.W. Stoelhorst, *The Naturalist View of Universal Darwinism: An Application to the Evolutionary Theory of the Firm*, University of Amsterdam, Paper presented at the EAEPE 2002 Conference 'Complexity and the Economy: Implications for Economic Policy', 7–10.11.2002, Aix-en-Provence, France, s. 4; N.J. Foss, *Edith Penrose and the Penrosians – or, why there is still so much to learn from The Theory of the Growth of the Firm*, prepared for a Special Issue of Cahiers de l'ISMEA – Série Oeconomica, revised 14.01.1998, [www.ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/8778690196.pdf](http://www.ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/8778690196.pdf), s. 3 (4.12.2007; C.K. Prahalad, G. Hamel, *The Core Competence of the Corporation*, „Harvard Business Review” May–June 1990, s. 79–91.

<sup>12</sup> Zob. W.J. Baumol, *Business Behaviour, Value and Growth*, Macmillan, London 1959, za M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998, s. 24.

<sup>13</sup> Zob. O.E. Williamson, *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives In a Theory of the Firm*, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs 1964, za A. Kozłowska, *Alternatywne teorie zachowania przedsiębiorstw*, w: D. Kopycińska (red.), *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006, s. 36; O.E. Williamson, *Economic Organization. Firms, Markets and Policy Control*, Wheatsheaf Books, London 1986, za M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw...*, s. 27; T. Gruszecki, *Współczesne teorie...*, s. 182.

nych. Williamson kładzie nacisk na wydatki firmy podlegające dyskrecjonalnej kontroli menedżerów. Nie mają oni bowiem neutralnego stosunku do wydatków i preferują te, które zależą bezpośrednio od nich. Wydatki na podległy personel administracyjny, luksusowe biura czy samochody służbowe, uznaniowe wydatki inwestycyjne pozwalają menedżerom zaspokoić potrzeby dochodu, prestiżu, władzy, bezpieczeństwa. Podobnie jak w modelu Baumola, Williamson zakłada, że warunkiem ograniczającym swobodę menedżerów w realizowaniu powyższego celu jest osiągnięcie minimalnej rentowności satysfakcjonującej właścicieli, jednak zauważa, że korporacje z dużym udziałem w rynku nie mają z tym trudności.

W modelu Marris<sup>14</sup> użyteczność dla menedżerów jest rozumiana jako mieszanka dochodu, władzy, prestiżu oraz bezpieczeństwa. Zauważa się, że menedżerowie większą wagę przywiązują do korzyści wynikających ze wzrostu niż z samego rozmiaru. Zaspokajają przy tym swoje potrzeby dochodu, prestiżu, władzy i bezpieczeństwa, maksymalizując stopę wzrostu przedsiębiorstwa, przy czym wzrost rozumiany jest nie tylko jako wzrost sprzedaży, lecz także – aktywów. Daje większą niezależność finansową, większe możliwości samofinansowania i utrudnia przejęcie firmy przez wykup akcji na rynku kapitałowym. Menedżerowie zarazem muszą dbać o osiągnięcie minimalnego wymaganego poziomu zysku, ponieważ stanowi on źródło stabilnej dywidendy, która zapobiega zmianom akcjonariatu i przeciwdziała nagłym spadkom wartości akcji na giełdzie.

Pojawienie się teorii menedżerskich wraz z wynikami badań sugerującymi, że firmy kontrolowane przez menedżerów osiągają gorsze wyniki<sup>15</sup> od firm kontrolowanych przez właścicieli, dało asumpt do dalszej analizy celów działalności przedsiębiorstwa.

Koncepcja ograniczonej racjonalności Simona<sup>16</sup> pośrednio zakwestionowała zasadę maksymalizacji zysku, wskazując na nieadekwatność terminu „maksymalizacja” względem decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie. W tym ujęciu ze

---

<sup>14</sup> Zob. R. Marris, *A Model of the „Managerial” Enterprise*, „The Quarterly Journal of Economics” 1963, Vol. 77, No. 2, s. 186–188; R. Marris, *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Macmillan, London 1964; M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw...*, s. 25.

<sup>15</sup> Zob. M.C. Sawyer, *The Economics of Industries and Firms. Theories, Evidence and Policy*, Routledge, London 1991, s. 174, za M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw...*, s. 29.

<sup>16</sup> Zasada ograniczonej racjonalności Simona głosi, że ludzie nie szukają w działalności gospodarczej wyboru optymalnego, tylko poprzestają na wyborze zadawalającym (satysfakcjonującym). Zob. H.A. Simon, *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, PWN, Warszawa 1976, s. 181 i dalsze; J.G. March, H.A. Simon, *Teoria organizacji*, PWN, Warszawa 1964, s. 228; M. Augier, E. Feigenbaum, *Herbert A. Simon, Biographical Memoirs*, Proceedings of the „American Philosophical Society” 2003, Vol. 147, No. 2, s. 196.

względu na ograniczenia racjonalności decydentów (menedżerów) celem przedsiębiorstwa jest osiągnięcie wyniku (np. zysku) na poziomie satysfakcjonującym właścicieli.

Teoria behawioralna Cyerta i Marcha<sup>17</sup> wskazała na rozbieżność interesów osób działających w przedsiębiorstwie i zaproponowała zamiast jednego celu, jakim była maksymalizacja zysku, koncepcję wiązki celów realizowanych przez przedsiębiorstwo.

Podobną koncepcję wiązki celów przedsiębiorstwa wywieść można z teorii kontraktualnej (postrzegającej przedsiębiorstwo jako wiązkę kontraktów)<sup>18</sup>, jak również z nowej ekonomii instytucjonalnej<sup>19</sup>, zwracającej uwagę na szuka-

---

<sup>17</sup> Wychodzi od stwierdzenia, że to nie zbiorowości ludzkie mają cele, tylko konkretne jednostki. W tym ujęciu przedsiębiorstwo to koalicja jednostek ludzkich, w ramach której tworzą się niejednokrotnie pewne subkoalicje. To wraz z obserwowanym zjawiskiem separacji własności i kontroli prowadzi do stwierdzenia, że menedżerowie zarządzający nie mają wspólnego celu, tylko różne cele indywidualne, w zależności od poziomu i zakresu odpowiedzialności ich stanowiska. Obok celów kwantyfikowalnych, takich jak wielkość produkcji, niezbędny poziom zapasów, poziom sprzedaży, udział w rynku czy wysokość zysku, występują cele niekwantyfikowalne. Cele te dotyczą różnych części przedsiębiorstwa, są ze sobą często sprzeczne, dlatego muszą być w jakiś sposób uzgadniane. Służą temu takie mechanizmy, jak przetarg, korygowanie celów ze względu na doświadczenia, wewnątrzorganizacyjny proces kontroli. Wynika z tego, że różne cele istniejące w przedsiębiorstwie nie mogą być jednocześnie maksymalizowane, realizowane są często na pewnym poziomie aspiracji. Istnieje zatem wiązka celów przedsiębiorstwa, tworząca pewną strukturę. Zob. R.M. Cyert, J.G. March, *A Behavioral Theory of The Firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1963, s. 26–40.

<sup>18</sup> W podejściu kontraktualnym przedsiębiorstwo jawi się jako „splot kontraktów” (*nexus of contracts*) zawieranych przez głównego „kontraktora” (czyli przedsiębiorcę) w celu uzyskania kontroli nad zasobami. Umowy z właścicielami różnych czynników produkcji mają różną charakterystykę, jednak ich wspólną cechą jest to, że wszystkie są zawierane po to, aby kierownictwo firmy mogło dysponować różnymi zasobami. Zob. m.in. K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia instytucjonalna*, w: M. Ratajczak (red.), *Współczesne teorie ekonomiczne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2005, s. 148; N.J. Foss, P.G. Klein, *The Theory of the Firm and Its Critics: A Stocktaking and Assessment*, prepared for J.-M. Glachant and E. Brousseau (eds.) „New Institutional Economics: A Textbook”, Cambridge: Cambridge University Press, wersja z 22.08.2005, [www.ssrn.papers.com](http://www.ssrn.papers.com), s. 2 (15.02.2006); N.J. Foss, *Capabilities and the Theory of the Firm*, Danish Research Unit for Industrial Dynamics, Working Paper No. 96–8, czerwiec 1996, [www.ssrn.papers.com](http://www.ssrn.papers.com), s. 4 (15.02.2006).

<sup>19</sup> Nowa ekonomia instytucjonalna to szeroki nurt teoretyczny wykorzystujący wiele teorii (m.in. kosztów transakcyjnych, kontraktualną i praw własności, agencji). Korzysta zarówno z osiągnięć ekonomii neoklasycznej, jak i z większości alternatywnych teorii przedsiębiorstwa, jak również z dorobku teoretycznego nauk o zarządzaniu oraz osiągnięć nauk prawnych. Powoduje to, że nowa ekonomia instytucjonalna ma charakter interdyscyplinarny. Koncentruje swoje rozważania na teorii konkurencji, monopolu, regulacji, teorii korporacji i nadzoru właścicielskiego. Wśród prekursorów nowej ekonomii instytucjonalnej wymienia się R. Coase’a, J.R. Commons’a, F. Hayeka, Ch. Barnarda, H. Simona, K. Arrowa, A. Chandlera, A. Alchiana, K. Llewellyna. Zob. O.E. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 16–25.

nie kompromisu pomiędzy rozbieżnymi interesami poszczególnych jednostek w przedsiębiorstwie reprezentujących zachowania oportunistyczne. Teoria agencji<sup>20</sup> natomiast wyraźnie definiuje konflikt celów, które realizują różne grupy w przedsiębiorstwie, w szczególności właściciele i menedżerów. Inaczej definiują cel przedsiębiorstwa teorie biologiczne, według których celem działalności jest przetrwanie w krótkim okresie oraz rozwój w długim okresie<sup>21</sup>.

Można przytoczyć także inne koncepcje celu przedsiębiorstwa, które jednak w odróżnieniu od wspomnianych powyżej stanowią odpowiedź na pytanie, co powinno być celem przedsiębiorstwa (cel normatywny). Peter F. Drucker stwierdził, że celem przedsiębiorstwa powinno być tworzenie klienteli<sup>22</sup>. Należy to jednak rozumieć jako podkreślenie faktu, że to klient jest w centrum zainteresowania biznesu, niejako tworzy biznes. Jednak już podchodząc do aplikacji tej koncepcji, Drucker proponował zarządzanie przez cele w ośmiu dziedzinach, zdając sobie sprawę z konieczności równoważenia celów z tych obszarów, ponieważ mogą one być sprzeczne<sup>23</sup>. W ostatniej dekadzie XX wieku natomiast opowiadał się już za postrzeganiem biznesu z długoterminowej perspektywy właściciela, krytykując koncepcję równoważenia interesów różnych grup<sup>24</sup> i aprobując tworzenie bogactwa właścicieli<sup>25</sup>. Nie jest to wcale zmiana poglądów, tylko raczej wynik konwergencji w nauce i biznesie dwóch problematyk: wartości dla klienta i war-

<sup>20</sup> Teoria agencji skupia się na specyficznym typie kontraktu: pryncypał-agent. Bywa redukowana do wyjaśniania relacji między właścicielem a menedżerem, a w rzeczywistości stanowi rozwinięcie teorii kosztów transakcyjnych oraz teorii kontraktualnej i odnosi się do specyficznych typów umów o asymetrycznej pozycji stron, zwłaszcza stosunków zatrudnienia w przedsiębiorstwie. Zob. A. Shleifer, R.W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, NBER Working Paper 5554, April 1996, [www.nber.org/papers/w5554](http://www.nber.org/papers/w5554), s. 7 (4.12.2007); M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” October 1976, Vol. 3, No. 4, s. 305–360, [www.papers.ssrn.com/abstract=94043](http://www.papers.ssrn.com/abstract=94043), s. 7 (15.11.2007).

<sup>21</sup> W biologicznych teoriach przedsiębiorstwa celem w krótkim okresie jest przetrwanie, a jej zachowania tłumaczyć może dążenie do homeostazy. W długim okresie samo przetrwanie nie wystarcza, liczy się rozwój, który może być opisany przy pomocy koncepcji cyklu życia. Zob. T. Gruszecki, *Współczesne teorie...*, s. 227.

<sup>22</sup> Zob. P.F. Drucker, *Praktyka zarządzania*, Czytelnik, Nowoczesność, Akademia Ekonomiczna, Kraków, 1998, s. 52.

<sup>23</sup> Te dziedziny to pozycja rynkowa przedsiębiorstwa, innowacyjność, produktywność, zasoby fizyczne i finansowe, rentowność, wydajność menedżerów i ich rozwój, wydajność pracownika i jego stosunek do pracy, odpowiedzialność publiczna przedsiębiorstwa. Tamże, s. 79, 104.

<sup>24</sup> Koncepcję konkurencyjną w stosunku do zarządzania przez wartość. Zob. P.F. Drucker, *Zarządzanie w XXI wieku*, Muza, Warszawa 2000, s. 60.

<sup>25</sup> W artykule w „Harvard Business Review” z 1995 roku. Zob. A. Ehrbar, *EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 2.



tości dla właścicieli<sup>26</sup>. Wynika z tego, że postrzeganie strategiczne nakierowane na klienta powinno być zbieżne z myśleniem finansowym z perspektywy wartości dla właściciela.

Teoria finansów przedsiębiorstwa na pytanie o cel funkcjonowania przedsiębiorstwa daje także odmienną od maksymalizacji zysku odpowiedź. Postrzega przedsiębiorstwo z perspektywy jego właścicieli i jako cel stawia zwiększanie wartości dla właścicieli. Takie definiowanie celu przedsiębiorstwa wydaje się dominować w środowisku naukowym<sup>27</sup>.

Współcześnie główną alternatywą<sup>28</sup> powyższej koncepcji normatywnego celu przedsiębiorstwa jest odwołujący się do przytoczonej powyżej koncepcji wiązki celów<sup>29</sup> pogląd, że przedsiębiorstwo powinno realizować interesy wszystkich grup związanych z przedsiębiorstwem, czyli jego interesariuszy (*stakeholders*)<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> Zob. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 29.

<sup>27</sup> Podobny pogląd wyrażają m.in. M. Michalski, *Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli*, w: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2000, s. 69; A. Jaki, T. Rojek, *Zorientowanie na wartość jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa*, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000, s. 110; T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR w Polsce, Warszawa 2002, s. 373; E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004, s. 21; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000, t. 2, s. 44.

<sup>28</sup> Różni autorzy zajmujący się tą tematyką jako w zasadzie jedyną konkurencyjną w stosunku do zwiększania wartości koncepcję celu firmy podają właśnie równoważenie interesów różnych interesariuszy. Zob. np. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy...*, s. 5; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 257; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 5; W. Skoczylas, *Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 30; Sz. Cyfert, *Kreowanie wartości przez organizację w perspektywie teorii firmy*, w: H. Jagoda, J. Lichtarski (red.), *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią i praktyką*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2004, s. 27.

<sup>29</sup> Szczególnie do teorii behawioralnej Cyerta i Marcha. Zob. W. Skoczylas, *Ogólne problemy...*, s. 30.

<sup>30</sup> Prekursorem i propagatorem tej koncepcji jest Freeman. Stawianie za cel funkcjonowania przedsiębiorstwa zaspokojenia interesów różnych grup interesariuszy bywa nazywane w literaturze także koncepcją wszystkich osób zainteresowanych, koncepcją korzyści dla podmiotów otoczenia, teorią stakeholders, koncepcją stakeholder value, ideą zrównoważenia interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem, modelem koalicji. Zob. R.E. Freeman, K. Martin, B. Parmar, *Stakeholder Capitalism*, „Journal of Business Ethics” 2007, No. 74, s. 303–314; A. Black, Ph. Wright, J. E. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości...*s. 25; W. Skoczylas, *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, 1998, s. 30–33; A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy...*, s. 6; Sz. Cyfert, *Kreowanie wartości...*, s. 27.

#### 4. Zwiększanie wartości dla właścicieli jako normatywny cel działalności przedsiębiorstwa

W literaturze przeważa pogląd, że właściwym sensem istnienia przedsiębiorstwa jest zwiększanie bogactwa jego właścicieli. Spośród bogatej argumentacji przekonującej o wyższości koncepcji właścicielskiej (*shareholder theory*) nad koncepcją interesariuszy (*stakeholder theory*) należy podkreślić niedoskonałości w wymiarze aplikacyjnym tej drugiej. Wynikają one z problemu hierarchii grup interesariuszy, ich interesy są bowiem rozbieżne i często sprzeczne. W najprostszym ujęciu przekładałoby się to na wiele celów funkcjonowania przedsiębiorstwa, co jest równoznaczne z nieposiadaniem celu w ogóle<sup>31</sup>. W konsekwencji braku jednolitego kryterium decydującego równoważącego cele wszystkich stron zainteresowanych musiałby za każdym razem wybierać, która z grup interesariuszy jest ważniejsza<sup>32</sup>. Oznaczałoby to funkcjonowanie firmy ze zmiennym celem lub w przeciwnym razie paraliż decyzyjny i niefunkcjonowanie w ogóle. Zilustrowano to w tabeli 1.

Jak wynika z tabeli, teoria interesariuszy ma poważne braki w wymiarze aplikacyjnym, ponieważ nie daje żadnych zaleceń co do dokonywania wyborów i rozwiązywania konfliktów interesów pomiędzy konkurencyjnymi i często sprzecznymi postulatami różnych grup interesu. Natomiast teoria właścicielska ma jeden jasny cel, który może być stosowany w codziennej działalności operacyjnej<sup>33</sup>. Między innymi z tego powodu koncepcja wszystkich zainteresowanych stron natrafia na trudności aplikacyjne i w efekcie nie sprawdza się w praktyce<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> Logicznie niemożliwe jest maksymalizowanie kilku sprzecznych celów w tym samym czasie. Zob. M.C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2001, Vol. 14, No. 3, s. 10. Konieczność posiadania jednego celu potwierdzają wyniki badań empirycznych zawarte w pracy: K. Cools, M. van Praag, *The Value Relevance of Disclosing a Single Corporate Target: An Explorative Empirical Analysis*, Tinbergen Institute Discussion Paper 2003-049/3, May 2003.

<sup>32</sup> Zob. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości...*, s. 24–25. Jak twierdzi Drucker, w Japonii, Niemczech i Skandynawii przyjęcie za cel firmy stworzenia i utrzymania społecznej harmonii, faktycznie oznacza, że przedsiębiorstwo prowadzone jest w interesie pracowników fizycznych. Zob. P.F. Drucker, *Zarządzanie w XXI wieku...*, s. 60.

<sup>33</sup> Zob. A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości oraz Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa–Rzeszów 2007, s. 14.

<sup>34</sup> Zob. W. Skoczylas, *Wartość przedsiębiorstwa...*, s. 33.

Tabela 1

## Cel działalności przedsiębiorstwa w wymiarze teoretycznym i praktycznym

Wyszczególnienie	Teoria właścicielska ( <i>shareholder theory</i> )	Teoria interesariuszy ( <i>stakeholder theory</i> )
Wskazanie teoretyczne (co należy robić?)	Zwiększać wartość dla właścicieli	Równoważyć interesy różnych interesariuszy
Funkcja celu	Jedna funkcja celu	Wiele funkcji celu
Wartość aplikacyjny (jak to zrobić?)	Zawsze wybieraj to rozwiązanie, które najbardziej przyczynia się do zwiększenia wartości w długim okresie (wydaj złotówkę poprawiającą usytuowanie określonej grupy interesariuszy tylko wtedy, gdy korzyść, jaką ona przyniesie, wynosi co najmniej tyle samo)	?
Miara wyników	Na przykład rynkowa wartość przedsiębiorstwa	?

Źródło: opracowanie własne na podstawie M.C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2001, Vol. 14, No. 3, s. 10.

Zwiększanie wartości dla właścicieli jest celem zgodnym z logiką inwestycyjną, przy czym aby można było mówić o tworzeniu wartości, osiągnięta stopa zwrotu z kapitału powinna przewyższać minimalną wymaganą stopę zwrotu, czyli koszt kapitału. Jest to podstawowa zasada finansów przedsiębiorstwa<sup>35</sup>.

W niniejszym opracowaniu postuluje się odejście od ujmowania imperatywu, jaki powinien przyświecać przedsiębiorstwu w odniesieniu do wartości dla właścicieli jako maksymalizacji. Podstawą tego postulatu są ustalenia alternatywnych teorii przedsiębiorstwa, w szczególności zaś koncepcja ograniczonej racjonalności Simona.

W odróżnieniu od tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa, która zakłada, że człowiek (*homo oeconomicus*) działa zawsze racjonalnie, maksymalizuje użyteczność, poszukuje najlepszych (optymalnych) wariantów działania, zasada ograniczonej racjonalności głosi, że decydenci nie szukają w działalności gospodarczej wyboru optymalnego, tylko poprzestają na wyborze zadawalającym (satysfakcjonującym)<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> Zob. np. A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. 2, Onepress, Gliwice 2007, s. 39.

<sup>36</sup> Zob. J.G. March, H.A. Simon, *Teoria organizacji...* s. 228; M. Augier, E. Feigenbaum, *Herbert A. Simon, Biographical Memoirs...* s. 196.

Zasada ta wychodzi od konstatacji, że zachowania ludzkie odbiegają od obiektywnej racjonalności:

- racjonalność wymaga pełnej wiedzy i możliwości przewidzenia konsekwencji wszystkich rozpatrywanych możliwości – w rzeczywistości znajomość następstw możliwych wyborów jest niepełna;
- przypisywanie wartości przyszłym konsekwencjom możliwych wyborów odbywa się nie tylko na bazie niewystarczającego doświadczenia, lecz także wyobraźni, dlatego wartości te są jedynie przybliżone;
- racjonalność wymaga dokonywania wyboru spośród wszystkich możliwych alternatyw – w rzeczywistości bierze się pod uwagę tylko niektóre możliwości<sup>37</sup>.

Powodów ograniczonej racjonalności w podejmowaniu decyzji należy szukać w niedostatecznej informacji o istocie problemu i możliwych rozwiązaniach, braku czasu lub pieniędzy na zebranie pełniejszych informacji, niemożności zapamiętania wszystkich informacji, ograniczeniach inteligencji decydenta<sup>38</sup>, jak również jego indywidualnych potrzebach, motywach i dążeniach<sup>39</sup>. Racjonalność ograniczają także nieuświadomione nawyki, przyzwyczajenia i odruchy jednostki, jak również wartości i zadania jednostki odbiegające od celów organizacji<sup>40</sup>. Dlatego osoba podejmująca decyzje zamiast szukać rozwiązań optymalnych przedstawia na takim, które zaspokaja potrzeby w wystarczającym stopniu<sup>41</sup>.

W konsekwencji struktura ludzkich wyborów częściej zbliża się do modelu „bodziec–reakcja” niż do racjonalnego wyboru pomiędzy różnymi alternatywami, a racjonalność człowieka mieści się w granicach wyznaczonych przez psychologiczne otoczenie<sup>42</sup>, a także szerzej – przez otoczenie organizacyjne, które podlega zmianom<sup>43</sup>. Model ograniczonej racjonalności można przedstawić jako wybór rozwiązania, które spełnia dany, uświadomiony poziom aspiracji. Dodatkowe komplikacje powoduje fakt, że poziomy aspiracji zmieniają się w zależności od

---

<sup>37</sup> Zob. H.A. Simon, *Działanie administracji...*, s. 181 i dalsze.

<sup>38</sup> Zob. J.A.F. Stoner, R.E. Freeman, D.R. Gilbert jr., *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1999, s. 253.

<sup>39</sup> Zob. J.G. March, H.A. *Teoria organizacji...*, s. 221.

<sup>40</sup> Zob. H.A. Simon, *Działanie administracji...*, s. 400.

<sup>41</sup> Herbert A. Simon wprowadził angielski termin *satisfice* oznaczający osiąganie rozwiązania wystarczająco dobrego dla decydenta. Powstał z połączenia dwóch angielskich słów *satisfy* (satisfakcjonować) oraz *suffice* (zadowalać, wystarczać).

<sup>42</sup> H.A. Simon, *Działanie administracji...*, s. 221.

<sup>43</sup> Tamże, s. 400.

okoliczności i zmieniających się doświadczeń, np. jeśli otoczenie dostarcza wielu dobrych rozwiązań, aspiracje rosną, jeśli alternatywy są gorsze, aspiracje spadają<sup>44</sup>.

Bazując zatem na wnioskach płynących z teorii przedsiębiorstwa<sup>45</sup>, należy stwierdzić, że działające w organizacji jednostki nie stosują w praktyce zasady optymalizacji, nie mogą zatem maksymalizować. Maksymalizacja możliwa byłaby jedynie w warunkach pełnej racjonalności. Warunki te w rzeczywistości nie są spełnione, dlatego nie można mówić o maksymalizacji, także w przypadku działań ukierunkowanych na zwiększanie wartości. W warunkach ograniczonej racjonalności decydenci w przedsiębiorstwie nie maksymalizują wartości, tylko raczej dążąc do jej zwiększenia, szukają rozwiązania satysfakcjonującego i ostatecznie zadowolają się takim, które zwiększa wartość w wystarczającym stopniu.

Z wymienionych powyżej powodów cel w koncepcji zarządzania przez wartość lepiej byłoby nazywać nie maksymalizacją, tylko zwiększaniem wartości dla właścicieli. Podobną uwagę zgłasza Michael C. Jensen, wyprowadzając ją z ogólnych rozważań nad nieefektywnością mnogości celów i niepewnością menedżerów co do dokładnej postaci funkcji celu przedsiębiorstwa. Proponuje cel przedsiębiorstwa nazywać nie maksymalizacją, tylko poszukiwaniem wartości (*value seeking*)<sup>46</sup>.

Zwiększanie wartości dla właścicieli jako cel działalności ma tę zaletę, że jego osiągnięcie oznaczałoby realizację także innych celów stawianych w ramach różnych koncepcji przedsiębiorstwa, z tym że w sposób logiczny i uporządkowany. Zwiększanie wartości dla właścicieli może więc być postrzegane jako pewnego rodzaju kompromis pomiędzy różnie definiowanymi celami, godzący ze sobą nawet sprzeczne cele i dający w długim okresie najlepsze wyniki.

Zysk stawiany za cel w tradycyjnej teorii firmy, mimo krytyki takiego podejścia, nie traci zupełnie na znaczeniu w perspektywie tworzenia wartości. W przedsiębiorstwie ukierunkowanym na wartość zysk jest jednym z istotnych czynników ją kształtujących (nośników wartości), wpływa także na proces przekazywania wartości właścicielom, determinując wysokość potencjalnej dywidendy. Wkom-

---

<sup>44</sup> Zob. H.A. Simon, *Rational Decision Making in Business Organizations*, „The American Economic Review” 1979, Vol. 69, No. 4, s. 493–513, s. 503.

<sup>45</sup> Do koncepcji ograniczonej racjonalności Simona nawiązuje także behawioralna teoria przedsiębiorstwa Cyerta i Marcha. Również teoria mikro-mikro Leibensteina założenie o pełnej racjonalności podmiotów życia ekonomicznego zastępuje racjonalnością selektywną (pojęciem zbliżonym od ograniczonej racjonalności). Mówi ona, że jednostki rezygnują często z niektórych korzyści możliwych przy skrajnie wysokim poziomie racjonalności ze względu na koszty procesu decyzyjnego. Zob. R.M. Cyert, J.G. March, *A Behavioral Theory...*; H. Leibenstein, *Poza schematem „homo oeconomicus”*, PWN, Warszawa 1988, s. 121–122.

<sup>46</sup> Zob. M.C. Jensen, *Value Maximization...*, s. 11.

ponowanie postulatów jako najwyższej rentowności w koncepcję zarządzania przez wartość oznacza zatem nie jej maksymalną wysokość za wszelką cenę, tylko powiązanie jej z ryzykiem, a w konsekwencji takie zwiększanie zysku, które jednocześnie przyczynia się do wzrostu wartości w długim okresie.

Odnosząc się do celu przedsiębiorstwa w teoriach biologicznych, którym jest przetrwanie, a w długim okresie – rozwój, należy stwierdzić, że perspektywa właścicielska, nakazująca tworzenie wartości doskonale wpisuje się w ten schemat ideowy i jest w pełni z nim zgodna. Idzie jednak dalej, pokazując, co należy robić, aby przedsiębiorstwo przetrwało i zapewniło sobie rozwój. Zwiększanie wartości dla właścicieli stwarza możliwość rozwoju przedsiębiorstwa i obejmuje zdolność utrzymania pozycji strategicznej, pozycji finansowej i związków z właścicielami kapitału<sup>47</sup>. To ostatnie jest szczególnie ważne, ponieważ w warunkach globalizacji i gwałtownego rozwoju rynków kapitałowych przedsiębiorstwa niezwiększające wartości są skazane na odpływ kapitału niezbędnego do finansowania działalności, a w dłuższej perspektywie – na zakończenie swojego istnienia.

W menedżerskich teoriach przedsiębiorstwa celem działalności menedżerów, a zatem także kierowanego przez nich przedsiębiorstwa, jest wzrost. Perspektywa właścicielska nakazuje postawić te kwestie wyraźniej. O ile wzrost może być pożądanym zjawiskiem w działalności firmy (wzrost sprzedaży jak w modelu Baumola czy wzrost aktywów jak w modelu Marrisa), o tyle nie może to być wzrost za wszelką cenę, tylko wzrost kreujący wartość<sup>48</sup>.

Niektóre teorie przedsiębiorstwa (m.in. teorie menedżerskie i teoria agencji) podkreślają znaczenie konfliktu interesu między menedżerami i właścicielami przedsiębiorstwa, który ostatecznie powoduje zniekształcenia realizowanych przez firmę celów. W zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa kładzie się duży nacisk na osłabienie, a nawet eliminację tego konfliktu. Osiąga się to dzięki odpowiedniej konstrukcji systemów motywacyjnych, wiążących interes kierownictwa z interesem właścicieli oraz oparciu zarządzania na odpowiednich miernikach.

Traktowanie przedsiębiorstwa jako wiązki kontraktów (m.in. teoria kontraktualna, nowa ekonomia instytucjonalna) oraz postrzeganie funkcji celu przedsiębiorstwa jako „wiązki celów” (m.in. teoria behawioralna) wskazuje na istnienie w firmie wielu grup ludzkich, charakteryzujących się różnymi, a czasami sprzecznymi interesami. Nastawienie na zwiększanie wartości w długim okresie

---

<sup>47</sup> Zob. W. Skoczylas, *Ogólne problemy zarządzania...*, s. 16.

<sup>48</sup> Tamże, s. 16.

jest zgodne z postulatem równoważenia interesów wszystkich stron zainteresowanych. Właściciele ponoszą największe ryzyko, a ich roszczenia są respektowane w ostatniej kolejności. Wynika z tego prawo właściciela do nadwyżki wypracowanej przez przedsiębiorstwo, jak również to, że aby osiągnąć tę nadwyżkę, musi zaspokoić potrzeby innych interesariuszy. Wskazanie na perspektywę innych interesariuszy zwróciło uwagę na spojrzenie długoterminowe<sup>49</sup>. Chęć długofalowego pomnażania bogactwa właścicieli wymusza na zarządzających przedsiębiorstwem nie tylko konieczność uwzględnienia interesów innych stakeholders<sup>50</sup>, lecz także sprawiedliwego ich traktowania<sup>51</sup>. Poza tym właściciele mogą skutecznie neutralizować konflikty między poszczególnymi interesariuszami<sup>52</sup>. Przyznanie prymatu perspektywie właścicielskiej jest antidotum na sprzeczności, jakie mogą się pojawić w wiązce celów przedsiębiorstwa, zapewniając jednocześnie w długim okresie realizowanie różnych celów na zadowalającym poziomie.

## Zakończenie

Dokonany przegląd koncepcji celu funkcjonowania przedsiębiorstwa wskazuje nie tylko na różnorodność empirycznych celów działalności firm, lecz także na różnorodność i ewolucję celów przedsiębiorstwa w ujęciu normatywnym. Ewolucji tej poddaje się także cel zdefiniowany jako zwiększanie wartości dla właścicieli, będący współcześnie dominującą w literaturze odpowiedzią na pytanie, co powinno być celem działalności przedsiębiorstwa. Jak wynika z opracowania, koncepcja właścicielska stanowi swoisty rezultat rozważań nad normatywnym

---

<sup>49</sup> Początkowo bowiem perspektywa inwestorska kojarzona była z osiąganiem krótkoterminowych przyrostów wartości i generowaniu dzięki temu wysokich stóp zwrotu. Zob. P.F. Drucker, *Zarządzanie w XXI wieku...*, s. 60.

<sup>50</sup> Zob. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie...*s. 25–26; W. Skoczylas, *Wartość przedsiębiorstwa...*, s. 27.

Jest to podstawowa zasada tzw. oświeconej maksymalizacji wartości (*enlightened value maximization*). Terminu tego użył. Jensen. Odpowiada on w zasadzie temu, co Wallace określa jako *multiple-stakeholder value-based management*. Zob. M.C. Jensen, *Value Maximization...*, s. 16; J.S. Wallace, *Value-Based Management and Stakeholder Theory: Substitutes or Complements?*, www.uci.edu, za A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki...*, s. 15.

<sup>51</sup> Zob. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości...* s. 25; A. Ehrbar, s. 14.

<sup>52</sup> Zob. R.G. Rajan, L. Zingales, *Power in a Theory of the Firm*, pierwsza wersja *Implicit Property Rights in a Theory of the Firm*, University of Chicago & NBER 2001, forthcoming in the Quarterly Journal of Economics, www.ssrn.papers.com, s. 36 (15.02.2006).

celem działania firmy, wywodząc się z teorii finansów, czerpie z różnych teorii przedsiębiorstwa, które ubogacają tę koncepcję, dając jej walor uniwersalności.

## Literatura

- Augier M., Feigenbaum E., *Herbert Simon – Biographical Memoirs*, Proceedings of the „American Philosophical Society” 2003, Vol. 147, No. 2.
- Black A., Wright Ph., Bachman J.E., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Cools K., van Praag M., *The Value Relevance of Disclosing a Single Corporate Target: An Explorative Empirical Analysis*, „Tinbergen Institute Discussion Paper” 2003-049/3, May 2003.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości oraz Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa–Rzeszów 2007.
- Cyert R.M., March J.G., *A Behavioral Theory of The Firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1963.
- Cyfert Sz., *Kreowanie wartości przez organizację w perspektywie teorii firmy*, w: H. Jagoda, J. Lichtarski (red.), *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią i praktyką*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2004.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. 2, Onepress, Gliwice 2007.
- Drucker P.F., *Praktyka zarządzania*, Czytelnik, Nowoczesność, Akademia Ekonomiczna, Kraków 1998,
- Drucker P.F., *Zarządzanie w XXI wieku*, Muza, Warszawa 2000.
- Ehrbar A., *EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Foss N.J., *Capabilities and the Theory of the Firm*, Danish Research Unit for Industrial Dynamics, Working Paper No. 96–8, czerwiec 1996, [www.ssrn.papers.com](http://www.ssrn.papers.com)
- Foss N.J., *Edith Penrose and the Penrosians – or, why there is still so much to learn from The Theory of the Growth of the Firm*, prepared for a Special Issue of Cahiers de l’ISMEA – Série Oeconomica, revised 14.01.1998, <http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/8778690196.pdf>
- Foss N.J., Klein P.G., *The Theory of the Firm and Its Critics: A Stocktaking and Assessment*, prepared for J.-M. Glachant and E. Brousseau (eds.), „New Institutional Economics: A Textbook”, Cambridge: Cambridge University Press, wersja z 22.08.2005, [www.ssrn.papers.com](http://www.ssrn.papers.com)



- Freeman R.E., Martin K., Parmar B., *Stakeholder Capitalism*, „Journal of Business Ethics” 2007, No. 74.
- Gorynia M., *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998.
- Gruszecki T., *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR, Warszawa 1994.
- Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Jaki A., Rojek T., *Zorientowanie na wartość jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa*, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4, [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com)
- Jensen M.C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2001, Vol. 14, No. 3.
- Kozłowska A., *Alternatywne teorie zachowania przedsiębiorstw*, w: D. Kopycińska (red.), *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006.
- Leibenstein H., *Poza schematem „homo oeconomicus”*, PWN, Warszawa 1988.
- March J.G., Simon H.A., *Teoria organizacji*, PWN, Warszawa 1964.
- Marris R., *A Model of the „Managerial” Enterprise*, „The Quarterly Journal of Economics” 1963, Vol. 77, No. 2.
- Marris R., *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Macmillan, London 1964.
- Michalski M., *Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli*, w: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2000.
- Noga A., *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009.
- Penrose E., *The Theory of the Growth of the Firm*, Blackwell, Oxford 1959.
- Prahalad C.K., Hamel G., *The Core Competence of the Corporation*, „Harvard Business Review” May–June 1990
- Rajan R.G., Zingales L., *Power in a Theory of the Firm*, pierwsza wersja *Implicit Property Rights in a Theory of the Firm*, University of Chicago & NBER 2001, „Quarterly Journal of Economics”, [www.ssrn.papers.com](http://www.ssrn.papers.com)
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Shleifer A., Vishny R.W., *A Survey of Corporate Governance*, NBER Working Paper 5554, April 1996, [www.nber.org](http://www.nber.org)

- Simon H.A., *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, PWN, Warszawa 1976.
- Simon H.A., *Rational Decision Making in Business Organizations*, „The American Economic Review” 1979, Vol. 69, No. 4.
- Skoczylas W., *Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Skoczylas W., *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.
- Sobiech K., Woźniak B., *Ekonomia instytucjonalna*, w: M. Ratajczak (red.), *Współczesne teorie ekonomiczne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2005.
- Stoelhorst J.W., van Raaij E.M., op. cit., s. 4;
- Stoner J.A.F., Freeman R.E., Gilbert D.R. jr., *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1999.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Wartość poznawcza nadwyżki pieniężnej przy ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1998, nr 10.
- Williamson O.E., *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

## CREATING SHAREHOLDER VALUE AND THE COMPANY’S PURPOSE IN THE THEORY OF THE FIRM

### Summary

The article contains a look through the concept of the company’s purpose in the theory of the firm. Starting from the profit maximization rule in the neoclassical theory, stipulations concerning this concept were pointed out, which gave rise to the development of competitive concepts in alternative theories. In the article the division between empirical and normative purposes of the firm was introduced. Characteristics of creating shareholder value as a current most popular normative company’s purpose were related to other concepts of company’s purpose.

**Keywords:** purpose of the firm, theory of the firm, shareholder value, value-based management

*Translated by Jarosław Nowicki*