

*Bogusław Gulski*

Wydział Ekonomiczny  
Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

## Finansyzacja<sup>1</sup> jako czynnik wpływający na zawłaszczanie wartości przez przedsiębiorstwa

### Streszczenie

Przedmiotem zainteresowania autora jest wpływ finansyzacji na zjawisko zawłaszczania wartości przez przedsiębiorstwa. Postawiono tezę, że finansyzacja wywołuje szereg zjawisk, z których część można nazwać zawłaszczaniem wartości. W artykule scharakteryzowano trzy podstawowe nurty wyróżniane w rozważaniach nad finansyzacją i omówiono wybrane zjawiska, o których można sądzić, że związane są z przejmowaniem przez przedsiębiorstwa nienależnej im z jakichś względów wartości. Biorąc pod uwagę zróżnicowaną terminologię używaną do opisu takich zjawisk, dokonano konceptualizacji pojęcia „zawłaszczanie wartości”, a także wskazano skutki zawłaszczania wartości dla odmiennych podmiotów. W celu potwierdzenia wspomnianej tezy zidentyfikowano formy zawłaszczania wartości, które mogą być wywołane przez poszczególne nurty finansyzacji. Analiza tych form pozwala stwierdzić, że finansyzacja, w szczególności nurt związany z wartością dla akcjonariuszy, istotnie przyczynia się do intensyfikacji zawłaszczania wartości.

**Słowa kluczowe:** zawłaszczanie wartości, finansyzacja, przedsiębiorstwo

**Kody klasyfikacji JEL:** L14, L24, M14

<sup>1</sup> Pojęcia „finansjalizacja” i „finansyzacja” są używane jako synonimy; w niniejszym artykule, za nowszymi publikacjami, użyto pojęcia „finansyzacja”.

## 1. Wprowadzenie

Zjawisko finansyzacji jest przedmiotem zainteresowania kilku dyscyplin naukowych. Nauki o zarządzaniu, jak się wydaje, stosunkowo rzadko się nim zajmowały, choć niewątpliwie wywiera ono wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw. Można sądzić, że finanse przedsiębiorstw w największym stopniu odnosiły się do efektów finansyzacji, choć nie zawsze wprost odwoływano się do tego fenomenu.

Po 2008 r. stosunkowo częste stały się publikacje o charakterze publicystycznym, w których opisywano zjawiska patologiczne zachodzące w relacjach pomiędzy przedsiębiorstwami a innymi podmiotami. Literatura naukowa natomiast znacznie rzadziej odnosiła się do tych zjawisk. Opisując wspomniane patologie za pomocą kategorii naukowych można stwierdzić, że polegały one na przejmowaniu przez niektóre przedsiębiorstwa wartości wygenerowanej przez inne podmioty. Względna nowość finansyzacji oraz nowość przejmowania wartości są bodźcami do podniesienia obu tych zagadnień.

W artykule skupiono się na wskazanych powyżej zjawiskach: finansyzacji i przejmowania wartości. W tekście scharakteryzowano trzy nurty, które są identyfikowane w obrębie finansyzacji. Ze względu na zróżnicowanie terminologii, którą posługują się autorzy opisujący i analizujący zjawiska związane z migracją wartości pomiędzy przedsiębiorstwami, autor zaproponował własną, autorską konwencję, dokonując konceptualizacji zjawiska nazwanego zawłaszczaniem wartości, które jest uogólnioną postacią przejmowania wartości. Opisy i analizy finansyzacji i zawłaszczania wartości pozwoliły zidentyfikować wybrane formy zawłaszczania wartości powodowane przez finansyzację.

Autor postawił tezę, iż finansyzacja przyczynia się do powstania zjawisk, z których część można określić jako zawłaszczanie wartości. Jakkolwiek może być ono pozytywnie postrzegane przez wybranych interesariuszy przedsiębiorstw, to jednak powoduje negatywne skutki zarówno dla samego przedsiębiorstwa, ograniczając jego możliwości rozwojowe, jak i dla całej gospodarki.

## 2. Finansyzacja

Od ponad dekady w wielu dyscyplinach używa się pojęcia „finansyzacja” do określenia przesunięcia od kapitalizmu przemysłowego ku finansowemu. Jednym z bodźców do zainteresowania finansyzacją stała się konstatacja, że koncentracja na międzynarodowej konkurencji przecenia znaczenie sfery produkcyjnej w gospodarkach. Zamiast niej, wielu autorów wskazywało instrumenty finansowe, w szczególności wartość dla akcjonariuszy, jako ważny czynnik zmian w gospodarkach rozwiniętych państw [Zwan, 2014]. Finansyzację traktuje się jako jeden z kluczowych czynników przemian ekonomicznych zachodzących w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat. Jest to skutkiem przerostu sektora finansowego z towarzyszącym

mu skracaniem horyzontu czasowego decyzji ekonomicznych oraz zanikaniem myślenia strategicznego [Mączyńska, 2013]. Finansyzacja jest rozumiana jako masa ciągle rosnących obrotów finansowych na rynkach globalnych, odseparowana od realnej gospodarki i żyjąca własnym życiem [Błasiak, 2010]. Paul H. Dembinski [2011, s. 20] użył pojęcia „finansjalizacja” do opisu „procesu głębokiej zmiany związku dwu podstawowych elementów typowych dla każdej społeczności: relacji i transakcji”. Na niższym poziomie ogólności sytuuje się pogląd G. Epsteina [2005, s. 3], który zdefiniował finansyzację jako „rosnącą rolę finansowych pobudek do działania, rynków finansowych i ich użytkowników, a także instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarki krajowej i międzynarodowej”. Natomiast A. Nolke i J. Perry [2007] odnieśli zjawisko finansyzacji do przedsiębiorstw i stwierdzili, że finansyzacja przedsiębiorstw winna być rozumiana jako zbiór różnych aktywności realizowanych przez podmioty niefinansowe dla wzrostu udziału dochodów uzyskiwanych z operacji czy transakcji finansowych, uzupełniających te generowane z produkcji wyrobów czy świadczenia usług. Wydaje się, że wpływ finansyzacji jako takiej na finansyzację przedsiębiorstw nie ulega wątpliwości.

Pojęcie finansyzacja dotyczy wielu zjawisk, na różnych poziomach analizy. Natascha van der Zwan [2014] wyróżniła trzy podejścia do badania tego zjawiska:

- finansyzacja traktowana jako sposób akumulacji,
- koncentracja na finansyzacji współczesnego przedsiębiorstwa,
- finansyzacja codziennych aktywności.

## 2.1. Finansyzacja jako sposób akumulacji

W pierwszym z wyróżnionych przez N. van der Zwan podejść lokuje się poglądy badaczy, którzy postrzegają finansyzację jako specyficzny sposób akumulacji. Zaliczona do tego nurtu G. Krippner [2005] zdefiniowała finansyzację jako taki model akumulacji, w którym dochody gromadzone są głównie za pośrednictwem kanałów finansowych, a nie przez handel czy produkcję towarów. Stwierdziła ona, że od lat 70. XX wieku przedsiębiorstwa w USA w coraz większym stopniu osiągają dochody z działalności finansowych. Dochody z inwestycji, dywidendy i zyski kapitałowe przedsiębiorstw niefinansowych przewyższyły te z produktywnego inwestowania. Badania innych ekonomistów, ale także socjologów, potwierdziły tezę G. Krippner, że przedsiębiorstwa niefinansowe w coraz większym stopniu osiągają dochody z działalności finansowych. Badacze zaobserwowali jednak, że występuje również proces odwrotny: przedsiębiorstwa niefinansowe zwiększyły świadczenia na rzecz sektora finansowego przez wypłaty odsetek i dywidend, zakup produktów finansowych i wykup własnych udziałów [Crotty, 2005]. Te zmiany powodują poważny skutek dla przedsiębiorstw niefinansowych w postaci ograniczenia kapitału dostępnego dla inwestycji produkcyjnych, a jednocześnie skutkują powiększaniem dochodów z działalności finansowych. W konsekwencji finansyzacja prowadzi do spowolnienia akumulacji i redukcji inwestycji w zasoby materialne, choć występuje tu zróżnicowanie zależne od wielkości przedsiębiorstw [Orhangazi, 2008].

Internacjonalizacja rynków globalnych jest postrzegana jako główny bodziec dla przedsiębiorstw do wycofania się z działalności produkcyjnych. Stawiając czoło nasilającej się międzynarodowej konkurencji, a także odpowiadając na oczekiwania akcjonariuszy dotyczące zwrotów, producenci przenoszą produkcję za granicę i kontrolują zagraniczne łańcuchy dostaw, aby ograniczać koszty. Jednak uzyskiwane tą drogą korzyści ze wzrostu produktywności nie są reinwestowane w przedsiębiorstwach, ale raczej są przekazywane akcjonariuszom albo wykorzystywane do zakupu produktów finansowych [Crotty, 2005]. Ilustruje to dokonywana przez przedsiębiorstwa, m.in. ze Stanów Zjednoczonych, globalizacja produkcji, która pomogła podtrzymać wyższy poziom finansyzacji w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Można stwierdzić, że finansyzacja tworzy silną motywację do zmniejszania kosztów i elastyczności przez prowadzenie działalności produkcyjnej poza granicami państw, w których mają siedziby przedsiębiorstwa [Milberg, 2008].

Niektórzy ekonomiści wyrażają opinię, że studia nad finansyzacją integrują poglądy dotyczące szerszych analiz kapitalizmu finansowego. W szczególności formułują pogląd, że finansyzacja wzmocniła te osoby i instytucje, których dochody pochodzą z finansów i transakcji, czyli rentierów. Badania potwierdziły, że dochody właścicieli środków finansowych i instytucji finansowych znacznie zwiększyły się w latach 80. i 90. XX wieku [Epstein, Jayadev, 2005]. Również badania T. Pickety'ego [2015] potwierdzają te obserwacje. Pozycja rentierów poprawiła się kosztem pracowników i gospodarstw domowych, narażonych na malejące zarobki i rosnące zadłużenie [Stockhammer, 2012].

## 2.2. Finansyzacja a wartość dla akcjonariuszy

To podejście do finansyzacji koncentruje się na dominacji orientacji wartości dla akcjonariuszy jako przewodniej zasady zachowania przedsiębiorstw. Wyrasta ono ze związku finansyzacji z akumulacją, przez przyjęcie, że nasilanie się orientacji finansowej w przedsiębiorstwach niefinansowych jest jej punktem wyjściowym. W ramach tego nurtu:

- 1) rozważa się, w jaki sposób rynki finansowe wywierają presję na przedsiębiorstwa niefinansowe i zarządzających nimi, by adoptowali praktyki biznesowe promujące wartość dla akcjonariuszy;
- 2) ustala się, w jaki sposób przedsiębiorstwa przyjmują wartość dla akcjonariuszy przez przekierowanie presji rynku finansowego na innych interesariuszy przedsiębiorstwa, w szczególności pracowników [Zwan, 2014].

Finansyzację na gruncie pierwszego z omówionych podejść rozumie się jako proces redystrybucji, w którym ważną rolę odgrywają rentierzy. Autorzy zaliczeni do drugiego nurtu zwracają natomiast uwagę na grupy społeczne istniejące w przedsiębiorstwach: kierowników, pracowników i akcjonariuszy. Badania w ramach tego nurtu wykazały, że finansyzacja przyniosła korzyści w szczególności kierownikom dużych przedsiębiorstw, ponieważ ich wynagrodzenia zostały powiązane z sytuacją przedsiębiorstw na rynku giełdowym.

Wartość dla akcjonariuszy jest opisywana przede wszystkim jako koncepcja działalności przedsiębiorstwa, która przedkłada akcjonariuszy nad innych interesariuszy przedsiębiorstwa. Ta koncepcja jest związana z teorią agencji z późnych lat 70. XX wieku. Zgodnie z teorią agencji, kierownicy nie mają motywacji, by maksymalizować zwroty dla akcjonariuszy i wprowadzają tylko te strategie przedsiębiorstw, które maksymalizują ich własne bogactwo. Taki sam pogląd sformułował H.-J. Chang [2013], twierdząc, że kierownicy, którzy powinni dążyć do zwiększania zysku w interesie prawnych właścicieli (udziałowców, akcjonariuszy) przedsiębiorstw, w istocie maksymalizują sprzedaż i swoje przywileje. Niektóre problemy powstające wskutek tych zjawisk mogą być wyeliminowane przez połączenie własności i kontroli: z jednej strony przez aktywność akcjonariuszy dyscyplinujących kierowników przedsiębiorstw, z drugiej strony przy pomocy wspólnoty interesów kierowników i właścicieli, utworzonej przez wprowadzenie wynagrodzeń kierowniczych opartych na wynikach.

Wartość dla akcjonariuszy jest związana ze szczególnym zestawem praktyk zarządczych, polegających głównie na wprowadzaniu finansowych miar działalności, takich jak zwrot z kapitału, adoptowanie międzynarodowych standardów rachunkowości i krótkoterminowe podejście do biznesu wyrażane przez publikowanie sprawozdań kwartalnych [Widmer, 2011]. Tym praktykom towarzyszyła koncentracja kierownictw na kluczowych kompetencjach przedsiębiorstw. Aby zaspokoić oczekiwania inwestorów i analityków rynkowych, kierownictwa rezygnowały z prowadzenia przez przedsiębiorstwa działalności dających efekty poniżej przeciętnych, próbując w ten sposób podnieść wartość netto przedsiębiorstw. Kolejne przedsięwzięcia polegały na połączeniach czy nabywaniu innych podmiotów, wrogich przejęciach i lewarowanych wykupach oraz outsourcingu działalności produkcyjnych. Czynnikiem, który odróżnia przedsiębiorstwa poddane finansyzacji od ich poprzedników z okresu kapitalizmu przemysłowego jest to, że zyski finansowe z ich operacji nie są reinwestowane w wyposażenie produkcyjne, ale raczej są przekazywane akcjonariuszom przez wypłaty dywidendy i wykup własnych akcji [Lazonick, O'Sullivan, 2000]. W konsekwencji ograniczane są możliwości rozwoju i generowania wartości dla klientów przez przedsiębiorstwa. Te względy spowodowały, że R. Blackburn [2006] nazwał przedsiębiorstwo poddane finansyzacji „jednorazowym przedsiębiorstwem”. O podobnych zjawiskach wspomina także H.-J. Chang [2013]. Są one konsekwencją tego, że w omawianym podejściu do przedsiębiorstwa jego efektywność jest definiowana jako zdolność do maksymalizowania dywidendy i utrzymania wysokich kursów akcji [Fligstein, 1990].

Podobnie jak w przypadku pierwszego z opisywanych nurtów, w literaturze zaliczanej do drugiego nurtu finansyzację opisuje się jako proces redystrybucyjny. Empiryczne dowody świadczą o tym, że w ciągu ostatnich 30 lat miał miejsce stały wzrost wypłat dywidend i wykupu własnych akcji [Lazonick, 2010]. Choć polityka wartości dla akcjonariuszy miała na celu wzmocnienie pozycji akcjonariuszy w obliczu autonomizacji menedżerów, to pozwoliła menedżerom najwyższego szczebla osiągnąć bezprecedensowy stopień bogactwa (zwłaszcza poprzez motywacyjne wynagradzanie). Ze względu na przejście od wynagrodzeń do opcji na akcje, korzyści kierownictw wzrosły wykładniczo od lat 80. XX wieku. Prezesi

zarządów największych przedsiębiorstw osiągają obecnie dochody kilkaset razy wyższe niż przeciętni pracownicy [Zwan, 2014]. Ponadto stwierdzono, że wynagrodzenia kierowników wzrastały nawet w chwilach spadków w działalności przedsiębiorstw [Erturk, Froud, Johal, Leaver, Williams, 2007a]. Może to wskazywać, że władza kierowników była bardziej znacząca niż władza finansistów [Boyer, 2005].

Badacze w Stanach Zjednoczonych na ogół są zgodni co do tego, że wzbogacenie akcjonariuszy i kierowników odbyło się z uszczerbkiem dla zarobków pracowników. Restrukturyzowanie działalności przedsiębiorstw w imię wartości dla akcjonariuszy było związane z utratą pracy i innymi ograniczeniami [Lazonick, O'Sullivan, 2000]. Co więcej, stanowiska, które pozostały ulegają znaczącym zmianom: pracownicy muszą pracować dłużej za niższe wynagrodzenia i mniejsze korzyści. Dążenie do zwiększania wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy jest obwiniane za powstanie dualnego rynku pracy: wszyscy jego uczestnicy doświadczają rosnącej niepewności i intensywności pracy, ale tylko wysoko wykwalifikowani pracownicy (kierownicy i profesjonaliści) otrzymują wyższe wynagrodzenia i mają więcej satysfakcji z pracy. Osoby o niższych kwalifikacjach natomiast pracują za niższe wynagrodzenia i mniejsze korzyści [Lin, Tomaskovic-Devey, 2013]. Te badania pokazują obraz, w którym dążenie do wartości dla akcjonariuszy bezpośrednio przyczynia się do pogarszania warunków pracy i zwiększenia społecznej nierówności dla dużych segmentów populacji. Związek między wartością dla akcjonariuszy i utratą pracy jest mniej bezpośredni w kontekście europejskim, co jest wyjaśniane silniejszą pozycją interesariuszy w państwach europejskich niż w USA i Wielkiej Brytanii [Chang, 2013].

Ważnym uzupełnieniem powyższych uwag na temat związku finansyzacji z koncepcją wartości dla akcjonariuszy jest usytuowanie jej w szerszym kontekście, co uczynił H.-J. Chang [2013, s. 41], który stwierdził, że: „[...] zarządzanie firmą w interesie udziałowców nie pomaga gospodarce nawet w ujęciu przeciętnym (czyli nawet wtedy, gdy abstrahuje się od wzmagającej się redystrybucji dochodu na rzecz bogatych)”.

### 2.3. Finansyzacja codziennych aktywności

Jako jeden z powodów umacniania się tego nurtu finansyzacji można wskazać założenia teorii ekonomii neoliberalnej, wśród których jednym z głównych jest ograniczenie wydatków socjalnych, zakładający, że każdy może zadbać o swój własny los, zgodnie z własną wolą [Dobrzyński, 2011]. Do omawianego nurtu włączane są studia nad finansyzacją, które zajmują się wzrostem znaczenia obywatela jako inwestora. Czynnikiem odróżniającym te studia od badań finansyzacji na poziomie makro albo mezo jest kulturowa perspektywa finansyzacji, szczególnie w odniesieniu do wkroczenia finansów do sfery życia codziennego. Według autorów zaliczanych do omawianego nurtu, wstąpienie finansów do codziennego życia stało się możliwe dzięki ich demokratyzacji, w wyniku której produkty i usługi finansowe stały się dostępne dla dużej części populacji, liczniejszej niż elitarna klasa rentierów [Erturk, Froud,

Johal, Leaver, Williams, 2007b]. W tym nurcie finansyzacji podkreśla się indywidualną odpowiedzialność za podejmowane ryzyko [Martin, 2002]. Badacze kładli nacisk na dostrzeżenie i docenienie różnorodnych sposobów finansowania potrzeb, które utrwalono w praktykach życia codziennego. Ich badania dotyczyły zjawiska nazwanego przez R. Aitkena [2007] „popularnymi finansami”, a także przedsięwzięć, które miały na celu włączenie gospodarstw domowych o niskich i średnich dochodach w orbitę wpływu rynków finansowych: kapitałowych programów emerytalnych, kredytów konsumenckich i hipotecznych oraz innych masowych produktów finansowych. Z finansyzacją codziennych aktywności związane jest przesunięcie w kierunku rynków finansowych w celu zaspokojenia podstawowych potrzeb ludzi, co jest skutkiem tego, że o ile w przeszłości niektóre usługi były świadczone przez „państwo dobrobytu”, pracodawców albo z rachunku oszczędnościowego, współcześnie wymaga się, aby pojedyncza osoba samodzielnie nabywała produkty finansowe, by ochronić się od niepewności życia. Wraz z utratą poczucia bezpieczeństwa, zapewnianego przez powojenne państwa dobrobytu, współcześnie ludzie sami są odpowiedzialni za radzenie sobie z niepewności życia [Cutler, Waine, 2001]. To ryzyko wyrasta z elastyczności pracy i wycofania się państwa dobrobytu, ale też jest powodowane przez zmienność rynków finansowych, na których ludzie polegają, by móc zaspokoić swoje potrzeby. Dlatego skutkiem demokratyzacji finansów jest nie tylko wzrost strumieni finansowych, ale także powiększająca się konwergencja finansów i cyklu życia człowieka.

Finansyzacja codziennych aktywności jest ułatwiona przez znaczący rozwój technologiczny i instytucjonalny, jaki miał miejsce w drugiej połowie XX wieku. Gerald F. Davies [2009] na przykład opisał w jaki sposób postęp w technologiach informacyjnych ułatwił rozwój detalicznej bankowości inwestycyjnej, pozwalając ludziom ze wszystkich grup społecznych stać się inwestorami. Finansyzacja codziennych aktywności jest wspomagana przez wielu pośredników, którzy włączają gospodarstwa domowe w zasięg oddziaływania globalnych rynków finansowych: banków, funduszy emerytalnych czy funduszy inwestycyjnych [Zwan, 2014].

Autorzy zaliczani do omawianego nurtu twierdzą, że finansyzacja wykreowała nowy rodzaj podmiotu: „podmiot inwestujący” [Aitken, 2007]. Taki podmiot jest autonomiczną osobą, która zabezpiecza się przed ryzykiem wynikającym z cyklu własnego życia przez znajomość finansów i samodyscyplinę. Tym, co odróżnia podmiot inwestujący od wcześniejszych form identyfikacji jego natury jest postępowanie według własnego uznania, dla korzyści swoich i własnego gospodarstwa domowego. Konsekwencją opisanych zjawisk jest obserwacja H.-J. Changa [2013]: znakomita większość amerykańskiej i brytyjskiej populacji mogła korzystać z (pozornego) dobrobytu rodzącego się w tym, jak mogło się wydawać, niekończącym się boomie, jedynie dzięki zadłużaniu się na niespotykaną dotąd skalę.

Jednym z przejawów postępującej finansyzacji w omawianym obszarze jest oferowanie przez instytucje finansowe nowych produktów. Jednym z głośniejszych i zarazem bardziej dolegliwych dla klientów stały się w Polsce w ciągu ostatnich lat tzw. ubezpieczenia na życie i dożycie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym. Są to bardzo skomplikowane produkty

(w jednym z przypadków ogólne warunki umowy liczą 100 stron), a nabywcy są często niedostatecznie informowani o rzeczywistym charakterze produktów i w ten sposób narażani na duże straty (np. z powodu tzw. opłat likwidacyjnych) [Grzeszak, 2014].

Przedstawione nurty finansyzacji, w szczególności drugi, niewątpliwie wpływają na poglądy dotyczące celów przedsiębiorstw. Współcześnie maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa stała się powszechnie akceptowanym, ważnym celem strategicznym przedsiębiorstw, a jeżeli podejmowane w związku z tym działania cechuje świadomy i zorganizowany charakter, to taki proces określany jest zarządzaniem wartością przedsiębiorstwa lub zarządzaniem przez wartość [Borowiecki, Czaja, Jaki, Kaczmarek, Prewenda, Konstany, 2001]. W tym kontekście warto odwołać się do definicji przedsiębiorstwa sformułowanej przez P.H. Dembinskiego [2012], którego zdaniem współczesne przedsiębiorstwo jest miejscem, w którym kapitał i praca mogą razem pracować, aby tworzyć wartość dodaną, **do której są one ostatecznie uprawnione**. Poglądy wyrażane w ramach drugiego z prezentowanych nurtów kłóć się z takim podejściem do istoty współczesnego przedsiębiorstwa.

### 3. Zawłaszczanie wartości

Wydaje się, że zachowania, które ogólnie nazwano „zawłaszczaniem wartości”, są pochodną zjawisk, które zostały dostrzeżone i choćby krótko zasygnalizowane przez niektórych autorów. Jeden z nich, A.O. Hirschman [1995, s. 9], napisał: „Nie ma takiego systemu [...], w którym wszystkie jednostki, firmy czy organizacje działałyby zawsze w pełni efektywnie, racjonalnie, zgodnie z normami moralnymi, społecznymi, przepisami prawa czy też jakimikolwiek innymi regułami”. Bożena Klimczak [1997] wskazała natomiast, że przedsiębiorstwa, funkcjonując na rynku, znajdują się w sytuacji sprzeczności interesów, co może być czynnikiem popychającym do zachowań egoistycznych. Przedsiębiorstwa znajdujące się w sytuacji konfliktu wartości, który może być spowodowany odmiennymi systemami wartości czy ograniczonością środków koniecznych do zrealizowania wartości, choć mogą reagować większą innowacyjnością, dynamizmem czy elastycznością [Gasparski, 2004], często czynią tak, jak opisał J. Rudniański [1983, s. 35]: „Mając do wyboru albo niestosowanie się do podstawowych norm, albo nieosiągnięcie zwycięstwa, na ogół wybiera się to pierwsze”.

Jak stwierdzili m.in. M.E. Raynor i A. Mumtaz [2013], przedsiębiorstwa muszą nie tylko utworzyć wartość, ale też zatrzymać ją w formie dochodów. Podobną opinię wyrazili C. Ellegard, C.J. Medlin i J. Geersbro [2014], stwierdzając, że koncepcje tworzenia i zatrzymywania wartości są ściśle powiązane. Z kolei P. Verdin i K. Tackx [2015] zdefiniowali tworzenie wartości jako wygenerowanie spodziewanej korzyści dla klienta. Współcześnie, oprócz wartości użytkowej, wyróżnia się również co najmniej wartość emocjonalną i wartość doświadczenia. Dla ostatecznego konsumenta wartością może być poprawa jakości życia. Dla przedsiębiorstwa natomiast wartością może być zwiększenie jego rentowności. Jeśli wyrób lub usługa nie mogą spełnić tych warunków, ich wprowadzanie na rynek nie ma ekonomicznego uzasadnienia.

Jednak, jak podkreślają cytowani autorzy, zapewnienie użyteczności wyrobu lub usługi jest niewystarczające. Struktura kosztów i cen musi zapewnić zatrzymanie (*capturing*) wystarczającej wartości, bowiem producent musi generować wystarczające przychody oraz zyski dla akcjonariuszy. W konsekwencji, jeśli przedsiębiorstwo nie generuje wartości w dostatecznych rozmiarach, nie osiąga długoterminowej rentowności. Powyższy wywód zakłada tożsamość wartości wygenerowanej i wartości zatrzymanej w celu postawienia jej do dyspozycji akcjonariuszy. Należy jednak dostrzec, że wysokość wartości zatrzymanej przez przedsiębiorstwo zależy nie tylko od wielkości wartości (użytkowej, emocjonalnej i doświadczenia), która po wygenerowaniu przez przedsiębiorstwo zostanie zaakceptowana przez klientów i w konsekwencji aktu sprzedaży trafi do przedsiębiorstwa w postaci wartości wymiennej, ale także od zdolności przedsiębiorstwa do obrony wartości wymiennej przed próbami przejęcia przez inne podmioty. Wskazany powyżej postulat M.E. Raynora i A. Mumtaza [2013] świadczy o dostrzeganiu niebezpieczeństwa, polegającego na tym, że przedsiębiorstwo może nie zatrzymać wartości, którą wygenerowało. Inni autorzy również dostrzegają takie zagrożenie. Zatrzymanie wartości jest podstawowym czynnikiem warunkującym dostarczenie jej interesariuszom, w szczególności akcjonariuszom. Umiejętne zarządzanie przedsiębiorstwem może jednak nie wystarczać do tego, by zatrzymać wartość w takich rozmiarach, aby zaspokoić oczekiwania interesariuszy (głównie akcjonariuszy) i dlatego niektóre przedsiębiorstwa podejmują działania, które mają doprowadzić do zwiększenia zatrzymanej wartości ponad wielkość, którą wygenerowały.

Dostarczenie wartości akcjonariuszom czy innym interesariuszom przedsiębiorstwa jest uwarunkowane przede wszystkim zapewnieniem sobie przez przedsiębiorstwo możliwości dysponowania wartością w wystarczającej wielkości. W literaturze przedmiotu takie zapewnienie z reguły jest określane pojęciem „zatrzymanie wartości”. Autor jednej z obszerniejszych prac poświęconych omawianej tematyce, T. Fischer [2011], posłużył się zwrotem *value capturing* do opisu zjawiska, które można nazwać zatrzymywaniem wartości, jednak zauważył, że przez innych autorów było ono opisywane jako: *value appropriation*, *value realization*, *value dispersion*, *value distribution*, *value allocation* (przywłaszczenie wartości, realizacja wartości, rozproszenie wartości, dystrybucja wartości, alokacja wartości), co pozwala sądzić, iż te terminy mogą być potraktowane jako synonimy. Podobnie C. Ellegard, C.J. Medlin i J. Geersbro [2014] uznali, że zjawisko przywłaszczania wartości (*value appropriation*) jest również określane jako wartość, której można się domagać, przechwytywanie wartości lub udostępnianie wartości (*value claiming*, *capturing*, *sharing*). Zwrotu *value capturing* użyli także P. Strebel i S. Cantale [2014], którzy podkreślili, że w literaturze w celu określenia tego zjawiska używane są terminy: *value appropriation*, *value claiming*, *value extraction*. Jednak dodali, że każde kolejne z tych określeń ma coraz bardziej negatywne konotacje. Autorzy ci, opisując sposób, w jaki przedsiębiorstwa mogą doprowadzić do dysponowania wartością, skupili się na zjawisku, które nazwali *value extraction*. Zdefiniowali je jako takie przechwytywanie wartości od innych zainteresowanych stron, zarówno na zewnątrz, jak i wewnątrz przedsiębiorstwa, które zachodzi przez manipulowanie procesami konkurencyjnymi na rynku

na korzyść tego przedsiębiorstwa [Strebel, Cantale, 2014]. Wspomniani autorzy, odwołując się do znanej metafory o tworzeniu i podziale ciasta [Gulati, Wang, 2003], stwierdzili, że jeśli tworzenie wartości zwiększa rozmiary tortu, a zatrzymywanie wartości umożliwia przedsiębiorstwom otrzymanie kawałka tego tortu, to *value extraction* polega na uzyskaniu większego kawałka poprzez manipulowanie procesem dzielenia tortu. Ich zdaniem ta metoda zdobywania wartości występuje, gdy:

1. Przedsiębiorstwo może dysponować wartością przez zakłócanie funkcjonowania rynku. Takie zakłócenia mogą obejmować:
  - a) korzystanie z wpływów politycznych w celu ograniczenia konkurencji. Może to oznaczać wykorzystanie sprywatyzowanych monopolii państwowych (np. po sprzedaży akcji TP SA France Telecom) lub posłużenie się fuzjami i lobbieniem w kształtowaniu systemu prawnego i regulacyjnego, aby uzyskać monopol lub pozycję oligopolu;
  - b) użycie siły rynkowej do ograniczenia konkurencji. Może się to wiązać z wykorzystaniem udziału w rynku, zmony lub koncentracji zasobów w celu zwiększenia siły przetargowej w ustalaniu cen lub innych aspektów transakcji z interesariuszami, takimi jak klienci, pracownicy i partnerzy w łańcuchach wartości;
  - c) wykorzystanie oszustwa, aby zdobyć więcej wartości przez wykorzystywanie pozycji hierarchicznej, poufnych informacji, braku przejrzystości lub korupcji.
2. Przedsiębiorstwo może dysponować wartością dzięki przeniesieniu na społeczeństwo kosztów zakłóceń rynku. W szczególności jest to:
  - a) wykorzystywanie pomocy rządowej w postaci np. dotacji, ulg podatkowych lub dorumianych gwarancji;
  - b) wykorzystywanie różnic między przepisami państwowymi, w szczególności dotyczących systemów podatkowych lub wysokości opłat za zanieczyszczenie środowiska;
  - c) ignorowanie negatywnych efektów zewnętrznych, takich jak koszty dla innych, koszty zanieczyszczeń lub złe warunki pracy.

Cytowani autorzy twierdzą, że *value extraction* jest zwykle źródłem łatwiejszych pieniędzy niż ciężka praca czy utrzymywanie przewagi konkurencyjnej przez tworzenie wartości bieżącej. W efekcie przedsiębiorstwo może stopniowo przeorientować się, ze szkodą dla stworzenia realnej wartości.

Również M. Hoefle [2017] używa pojęcia *value extraction*. Jego zdaniem zjawisko to występuje, gdy pewne grupy nieuczciwie uzyskują przewagę na rynku. Jakkolwiek nie precyzuje on pojęcia „nieuczciwie”, to można sądzić, że o zaistnieniu *value extraction* przesądza fakt doprowadzenia przez przedsiębiorstwo do dysponowania wartością wskutek nieuczciwych praktyk wobec podmiotów na rynku oraz innych podmiotów, zarówno w otoczeniu, jak i wewnątrz przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwa, które stosują tego typu praktyki są nie tylko marginalnie aktywne (czy raczej nieaktywne) w tworzeniu rzeczywistej wartości ekonomicznej, ale także zatrzymują dla siebie (swoich akcjonariuszy) nadmiernie duży „kawałek gospodarczego tortu”. Manfred Hoefle wskazał szereg zjawisk, w których można doszukać się *value extraction*:

1. Jednostronne ukierunkowanie kapitału na poszukiwanie renty ekonomicznej przez monopolizację rynków i blokowanie wejść nowych konkurentów, krótkoterminowość, manipulowanie przepływami pieniężnymi, oszustwa bilansowe.
2. Dominacja arbitrażu jako specyficznej formy akumulacji: poszukiwanie szans przede wszystkim przez tzw. innowacje finansowe, bazujące na oddzieleniu ryzyka od zysku, rozległa sekurytyzacja, fragmentacja kosztów produkcji, outsourcing produkcji, koordynowanie łańcuchów dostaw, minimalizowanie zakresu prac badawczo-rozwojowych, nabywanie innowacji przez zakup młodych przedsiębiorstw.
3. Przyspieszony wzrost zewnętrzny: przejęcia/fuzje wykorzystujące dźwignię kredytową, ciągle zmiany portfela, preferencje dla wielkości i wzrostu, e-biznes jako model transakcji.
4. Nadmiernie rozwinięte „sektory pasożytnicze”: nieproporcjonalny wzrost usługodawców zewnętrznych (banki inwestycyjne, konsultanci z zakresu strategii i zarządzania, prawnicy, biegli rewidenci, doradcy podatkowi, audytorzy, konsultanci PR; wszyscy oni są beneficjentami rosnącej złożoności i skomplikowanych przepisów), instalowanie kosztownego oprogramowania i systemów zarządzania ryzykiem.
5. Odmowa ponoszenia współodpowiedzialności za dobro społeczne: eksploatacja „wolnych” dóbr wspólnych, nadmierne obciążanie infrastruktury publicznej, szkody i obciążanie środowiska, agresywne „klusownictwo” przeszkolonego personelu (zamiast szkoleń wewnętrznych), wymuszone wcześniejsze emerytury jako tani sposób zwalniania pracowników.
6. Traktowanie pracowników jako zasoby ludzkie, a nie bliźnich: ignorowanie konsekwencji społecznych egzekwowania ekstremalnej elastyczności i mobilności siły roboczej, nadmierne przywileje i symbole statusu dla najwyższego kierownictwa, ogromne premie dla prezesów.
7. Powszechny taylorizm: podważanie osobistej odpowiedzialności i zaangażowania, niedoceniecie praktycznego doświadczenia, kreatywności i opinii pracowników.
8. Instrumentalizacja państwa: agresywny lobbing i wpływanie na decydentów, a w konsekwencji narażanie się na zarzuty oszustw, korupcji, szantaży związanych z lokalizacją zakładów produkcyjnych, agresywnego unikania opodatkowania.

Autor ten twierdzi również, że *value extraction* ma charakter pasożytniczy, zachodzi na wielu różnych poziomach, a podmioty, które są na nią narażone cechują się dużym zróżnicowaniem. Przytoczone sytuacje, w których występuje *value extraction*, pozwalają sądzić, że ta praktyka najogólniej polega na dążeniu do ograniczania czy wręcz minimalizowania przez przedsiębiorstwa własnych kosztów i zarazem dążeniu do zwiększania uzyskiwanych przychodów, co jest czynione w sposób nieetyczny, naruszający zasady czy reguły postępowania. Mogą to być niezupełnie jednoznaczne reguły *fair play*, ale także bardzo jasne przepisy prawa.

Jakkolwiek M. Hoefle [2017] opisuje szerszy wachlarz zjawisk niż P. Strebela i S. Cantale [2014], można dostrzec wspólne cechy ich sposobów ujmowania *value extraction*:

- zapewnienie przedsiębiorstwu możliwości dysponowania pewną wartością,
- gotowość naruszania norm czy zasad w relacjach z podmiotami z otoczenia czy wnętrza przedsiębiorstwa,

- dążenie do zwiększania przychodów przedsiębiorstwa nawet przez zachowania nieetyczne,
- dążenie do ograniczenia kosztów dopuszczające zachowania nieetyczne czy nawet bezprawne (np. eksternalizacja kosztów),
- znaczne zróżnicowanie podmiotów poddanych *value extraction*.

Zróżnicowanie pojęć używanych do opisu *de facto* tego samego zjawiska, którego istota polega na niezgodnym z regułami (etycznymi i/lub prawnymi) dążeniu do zwiększenia wartości, którą dysponuje przedsiębiorstwo, stało się asumptem do przyjęcia pewnej konwencji do opisu analizowanych zjawisk. Opisywane zjawisko, w odniesieniu do relacji między współdziałającymi przedsiębiorstwami, autor niniejszego artykułu nazwał zawłaszczaniem wartości. Biorąc pod uwagę fakt, że podstawowa różnica pomiędzy *value extraction* a zawłaszczaniem wartości polega na specyfice podmiotów, które zostały poddane temu procederowi, można przyjąć, że opiswane zjawisko:

- występując w relacjach między współdziałającymi przedsiębiorstwami, byłoby nazwane zawłaszczaniem *sensu stricto*,
- występując w relacjach z podmiotami wewnętrznymi (np. pracownikami) lub w relacjach z podmiotami zewnętrznymi innymi niż współdziałające przedsiębiorstwa, byłoby nazwane zawłaszczaniem *sensu largo*.

Wspólną cechą zarówno zatrzymywania, jak i zawłaszczania wartości jest zapewnienie przedsiębiorstwu możliwości dysponowania pewną wartością. Różnice natomiast dotyczą sposobu zapewnienia dysponowania tą wartością. Ta konstatacja pozwala przyjąć kolejną konwencję, zgodnie z którą zapewnienie dysponowania wartością jest kategorią ogólną, zaś przytoczone określenia opisują szczególne przypadki zapewnienia dysponowania wartością. Można sformułować dwa podstawowe kryteria służące do odróżnienia zatrzymywania wartości (traktowanego jako termin neutralny) od zawłaszczania wartości (które ma charakter negatywny): kryterium prawne i kryterium etyczne [por. Gulski, 2017]. W tabeli 1 zaprezentowano sposób rozumienia wspomnianych określeń w odniesieniu do zapewnienia dysponowania wartością.

**Tabela 1. Formy zapewnienia dysponowania wartością przez przedsiębiorstwo wyróżnione ze względu na zgodność z przepisami oraz zasadami sprawiedliwości dystrybucyjnej**

		Zgodność sposobu zapewnienia dysponowania wartością z zasadami sprawiedliwości dystrybucyjnej	
		Zgodny	Niezgodny
Zgodność sposobu z przepisami	Zgodny	A: zatrzymywanie wartości	B: zawłaszczanie wartości
	Niezgodny	C: nieskuteczne zawłaszczanie wartości	D: zawłaszczanie wartości

Źródło: Gulski, 2017, s. 112

Wśród przedsiębiorstw można dostrzec zróżnicowane podejście do zawłaszczania wartości. Niektóre unikają zawłaszczania wartości, traktując to jako wybór wynikający z ich kodeksów etycznych. Inne integrują zawłaszczanie wartości ze swoim modelem biznesu, dążąc do

osiągnięcia kompromisu pomiędzy korzyściami i ryzykiem wynikającymi z takich praktyk. To drugie podejście ignoruje fakt, że konieczność zawłaszczania wartości może ujawniać braki modelu biznesowego lub ukrywa luki w takim modelu.

Wywoływany rozwojem ICT (*Information and Communications Technology*) trend, polegający na większej przejrzystości i odpowiedzialności, wzmacniany przez media społecznościowe i organizacje pozarządowe, dotyczy w jednakowym stopniu przedsiębiorstw, inwestorów, pracowników i konsumentów. W związku z tym wydaje się, że utrzymanie w tajemnicy praktyk przedsiębiorstw polegających na zawłaszczaniu wartości jest coraz trudniejsze. Dlatego potencjalne szkody ponoszone przez przedsiębiorstwa związane z zawłaszczaniem wartości rosną, a korzyści są coraz bardziej krótkotrwałe. Do korzyści tych należy zaliczyć przede wszystkim uzyskanie stosunkowo „łatwych pieniędzy”, które mogą trafić do akcjonariuszy [Strebel, Cantale, 2014].

Skutki zawłaszczania wartości można rozpatrywać, uwzględniając co najmniej dwa kryteria: horyzont czasowy oraz podmiot ponoszący te skutki. Jak wspomniano powyżej, zawłaszczanie wartości, będąc źródłem „łatwych pieniędzy”, może być postrzegane jako korzystne dla przedsiębiorstwa. Zwłaszcza w krótkim okresie wywołuje skutki pożądane przede wszystkim przez tzw. kwartalnych czy płynnych akcjonariuszy. Mają one postać poprawy wyników finansowych przedsiębiorstw, wzrostu cen akcji i wielkości dywidend wypłacanych przez spółkę. W krótkim okresie należy jednak zwrócić uwagę także na ewentualne sankcje finansowe za stosowanie zakazanych praktyk. Dlatego należy postawić pytanie, czy zawłaszczanie wartości realizuje długoterminowe interesy akcjonariuszy? Jak się wydaje, skutki zawłaszczania wartości mogą być pozytywnie oceniane jedynie przez tzw. kwartalnych akcjonariuszy. Natomiast długookresowi akcjonariusze mogą czuć się nieusatysfakcjonowani ze względu na jego negatywne skutki. W dłuższym okresie można spodziewać się reaktywno-nadążających czy nawet biernych zachowań przedsiębiorstw, niedostatku zmian w przedsiębiorstwie, skutkujących swego rodzaju uśpieniem, niedostosowaniem modelu biznesowego do uwarunkowań funkcjonowania przedsiębiorstwa, zagrożeniem dla konkurencyjności przedsiębiorstwa i pogorszeniem jego wizerunku. Wynikająca z pogorszenia wizerunku niechęć do nawiązywania relacji może powodować trudności w rozwijaniu kompetencji i poprawie konkurencyjności, w szczególności gdyby miały one odbywać się we współpracy z innymi podmiotami.

Podsumowując uwagi na temat skutków zawłaszczania wartości, należy zwrócić uwagę na pojawiający się w krótkim okresie pozytywny skutek w postaci tzw. łatwych pieniędzy, dodatnio wpływający na sytuację akcjonariuszy i kadry zarządzającej. Próbę identyfikacji negatywnych skutków zawłaszczania wartości przedstawiono w tabeli 2. Należy zwrócić uwagę na to, że ze względu na przedmiot rozważań w niniejszym artykule, pominięto skutki ponoszone przez inne podmioty niż przedsiębiorstwo i akcjonariusze.

Tabela 2. Ważniejsze negatywne skutki zawłaszczania wartości

		Horyzont czasowy	
		Krótki okres	Długi okres
Podmiot odczuwający skutki	Przedsiębiorstwo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zagrożenie nagłą utratą możliwości uzyskiwania wartości z powodu zmian w otoczeniu prawnym i regulacyjnym, rosnącej siły interesariuszy lub wpływu opinii społecznej i mediów,</li> <li>• ryzyko utraty reputacji,</li> <li>• konsekwencje prawne, trudne do apriorycznego oszacowania</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• podważenie wartości korporacyjnych,</li> <li>• zagrożenie „erozją” rentowności modelu biznesowego,</li> <li>• stopniowe pozbawienie rzeczywistej innowacyjności i wydajności,</li> <li>• pogorszenie konkurencyjności,</li> <li>• utrata możliwości ponownej koncentracji na tworzeniu kultury korporacyjnej skoncentrowanej na prawdziwych wartościach,</li> <li>• rosnący sprzeciw społeczny</li> </ul>
	Akcjonariusze		<ul style="list-style-type: none"> <li>• spadek otrzymywanej wartości wskutek pogorszenia sytuacji przedsiębiorstwa</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne

Powyższe uwagi pozwalają sądzić, że głównymi beneficjentami zawłaszczania wartości są płynni akcjonariusze oraz kadra kierownicza przedsiębiorstw. Pozostali interesariusze oraz przedsiębiorstwa ponoszą negatywne skutki takich praktyk.

#### 4. Finansyzacja jako bodziec do zawłaszczania wartości

Jak stwierdzono we wprowadzeniu, finansyzacja wywołuje zróżnicowane skutki w odmiennych obszarach, na co zwróciła uwagę N. van der Zwan [2014]. Niektóre ze skutków finansyzacji można określić jako zawłaszczanie wartości i mogą one być zauważone w obrębie każdego z nurtów wskazanych przez tę autorkę. W tabeli 3 zaprezentowano takie formy zawłaszczania wartości, które mogą wystąpić w praktyce gospodarczej wskutek finansyzacji.

Opisane zjawiska rzeczywiście mogą przyczyniać się do uzyskiwania przez przedsiębiorstwa „łatwych pieniędzy”. Jednak przekazywanie tychże pieniędzy „płynnym akcjonariuszom”, a przez to pozbawianie się możliwości rozwoju i generowania wartości dla klientów, może postawić przedsiębiorstwo w trudnej sytuacji, bowiem wskutek braku perspektyw rozwoju, zamiast rozwijać się i tworzyć wartość dla klientów, przedsiębiorstwo staje się uzależnione od zawłaszczania wartości, przypominając w pewnym stopniu narkomana: im dłużej dokonuje zawłaszczania wartości, tym bardziej jest uzależnione od tego procederu.

Wpływ finansyzacji na zarządzanie przedsiębiorstwami trafnie spointował O. Orhangazi [2008], twierdząc, że sprowadziła ona zarządzanie przedsiębiorstwem do spełniania oczekiwań i potrzeb uczestników rynku finansowego, a nie konsumentów.

Tabela 3. Potencjalne formy zawłaszczania wartości, które mogą wywołać różne nurty finansyzacji

Nurty finansyzacji	Możliwe formy zawłaszczania wartości wywołane przez finansyzację w określonym nurcie
I nurt: finansyzacja traktowana jako sposób akumulacji	<ul style="list-style-type: none"> <li>• manipulowanie przepływami pieniężnymi, oszustwa bilansowe,</li> <li>• oddzielanie ryzyka od zysku,</li> <li>• fragmentacja kosztów produkcji,</li> <li>• outsourcing produkcji,</li> <li>• oszustwa dokonywane przez przedsiębiorstwa, korupcja,</li> <li>• szantaże związane z lokalizacją zakładów produkcyjnych (np. w celu uzyskania przywilejów, zwolnień, dotacji),</li> <li>• agresywne unikanie opodatkowania</li> </ul>
II nurt: koncentracja na finansyzacji współczesnego przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• stosowanie fuzji i lobbingu do kształtowania systemu prawnego i regulacyjnego, pozwalającego zdobyć pozycję monopolu lub oligopolu, zmonopolizować rynki oraz blokować wejścia nowych konkurentów,</li> <li>• wykorzystanie siły przetargowej przy ustalaniu korzystnych cen czy innych warunków transakcji z interesariuszami (np. z klientami, pracownikami, partnerami w łańcuchach wartości),</li> <li>• minimalizowanie zakresu własnych prac badawczo-rozwojowych, nabywanie innowacji z zewnątrz (np. przez zakup start-upów),</li> <li>• wykorzystywanie pozycji hierarchicznej (np. w holdingu), poufnych informacji, braku przejrzystości lub korupcji dla uzyskiwania dodatkowych korzyści,</li> <li>• nadużywanie pomocy publicznej w postaci np. dotacji, ulg podatkowych,</li> <li>• bezkompromisowe wykorzystywanie różnic między regulacjami prawnymi w różnych państwach, w szczególności dotyczących systemów podatkowych, dla uzyskania dodatkowych korzyści,</li> <li>• ignorowanie negatywnych skutków działalności przedsiębiorstwa: kosztów zanieczyszczeń, złych warunków pracy, eksternalizacja takich kosztów,</li> <li>• unikanie współodpowiedzialności za dobro społeczne: eksploatacja „wolnych” dóbr wspólnych, nadmierne obciążanie infrastruktury publicznej, szkody i obciążanie środowiska,</li> <li>• agresywne „kłusownictwo” przeszkolonego personelu, wymuszanie wcześniejszych odejść na emeryturę jako tani sposób zwalniania pracowników</li> </ul>
III nurt: finansyzacja codziennych aktywności	<ul style="list-style-type: none"> <li>• przeniesienie przez przedsiębiorstwa na pojedyncze osoby niektórych kosztów i ryzyka, które uprzednio same ponosiły (np. konieczność posiadania konta osobistego, by otrzymać przelew wynagrodzenia),</li> <li>• oferowanie złożonych produktów finansowych, które wskutek niedostatecznego zrozumienia przez nabywców narażają ich na straty</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne

## 5. Podsumowanie

Nie tylko wycinkowe, nieusystematyzowane obserwacje dokonywane m.in. przez dziennikarzy, ale także badania naukowe potwierdzają występowanie w relacjach pomiędzy przedsiębiorstwami a innymi podmiotami zjawisk skutkujących przechwytywaniem wartości przez przedsiębiorstwa. Jakkolwiek są one różnie nazywane, to można posłużyć się ogólnym określeniem „zawłaszczanie wartości”, aby oddać ich istotę.

Autor przyjął tezę, że czynnikiem sprawczym zawłaszczania wartości jest finansyzacja. By ją potwierdzić, przeprowadził analizy, które pozwoliły wykazać, że każdy z trzech nurtów finansyzacji wywołuje specyficzne formy zawłaszczania wartości. Jeden z tych nurtów – finansyzacja współczesnego przedsiębiorstwa – która koncentruje się na wartości dla

akcjonariuszy, wywołuje – jak się wydaje – największą liczbę form zawłaszczania wartości. Ciąg zjawisk wiążących finansyzację z zawłaszczaniem wartości przez przedsiębiorstwa można przedstawić następująco: finansyzacja skutkuje oczekiwaniami co do wzrostu wartości dla akcjonariuszy, które z kolei przekładają się na wymagania wobec kadr menedżerskich. Te zaś, nie mogąc sprostać wymaganiom akcjonariuszy w „normalnym trybie” (tzn. postępując zgodnie z zasadami etyki w biznesie i regułami prawa) posuwają się do zawłaszczania wartości, której, wraz z płynnymi akcjonariuszami, stają się beneficjentami. Zawarte w artykule analizy pozwalają sądzić, że wspomniana teza została potwierdzona.

Rozważając zawłaszczanie wartości, należy dostrzec negatywne skutki tego procederu, które polegają głównie na zagrożeniu rozwoju przedsiębiorstw. Rozwinięcie wątku zagrożeń dla przedsiębiorstw wynikających z dokonywania przez nie zawłaszczania wartości można potraktować jako kierunek dalszych badań na gruncie nauk o zarządzaniu. Interesującym kierunkiem przyszłych badań wydaje się również identyfikacja rzeczywistych przypadków zaistnienia odmiennych form zawłaszczania wartości i określenie sytuacyjnych uwarunkowań ich występowania.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Aitken R., 2007, *Performing Capital. Toward a Cultural Economy of Popular and Global Finance*, Palgrave Macmillan, New York
2. Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kaczmarek J., Prewenda E., Konstanty A., 2001, *Metody i procedury szacowania wartości podmiotów gospodarczych oparte na statystyce matematycznej i na oprogramowaniu komputerowym – zastosowanie w procesie zarządzania restrukturyzacją przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, TNOiK, Kraków
3. Chang H.-J., 2013, *23 rzeczy, których nie mówią ci o kapitalizmie*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa
4. Crotty J., 2005, *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Market on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era*, [w:] G. Epstein (red.) *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton (MA)
5. Davis G.F., 2009, *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, Oxford University Press, Oxford
6. Dembinski P.H., 2011, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa
7. Dembinski P.H., 2012, *Ethics and the Economy: A Tense Relationship*, [w:] C. Cosgrove-Sacks, P.H. Dembinski (red.), *Trust and Ethics in Finance Innovative Ideas from the Robin Cosgrove Prize*, Globethics.net Global 6
8. Epstein G., 2005, *Introduction: Financialization and the World Economy*, [w:] G. Epstein (red.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham (UK)

9. Epstein G., Jayadev A., 2005, *The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity*, [w:] G. Epstein (red.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton (MA)
10. Fischer T., 2011, *Managing Value Capture. Empirical Analyses of Managerial Challenges in Capturing Value*, Dissertation Technische Universität, München
11. Fligstein N., 1990, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge University Press, Cambridge
12. Gasparski W., 2004, *Wykłady z etyki biznesu. Nowa edycja*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa
13. Gulski B., 2017, *Zjawisko zawłaszczania wartości a zachowania obronne przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UMCS, Lublin
14. Hirschman A.O., 1995, *Lojalność, krytyka, rozstanie: reakcje na kryzys państwa, organizacji i przedsiębiorstwa*, Znak, Fundacja im. Stefana Batorego, Kraków–Warszawa
15. Klimczak B., 1997, *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. O. Langego, Wrocław
16. Martin R., 2002, *Financialization of Daily Life*, Temple University Press, Philadelphia
17. Piketty T., 2015, *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa
18. Rudniański J., 1983, *Elementy prakseologicznej teorii walki. Z zagadnień kooperacji negatywnej*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa

#### Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. Blackburn R., 2006, *Finance and the Fourth Dimension*, „New Left Review”, no. 39
2. Błasiak W., 2010, *Światowy kryzys gospodarczy a globalna akumulacja kapitału*, „Contemporary Economics”, vol. 4, no. 2
3. Boyer R., 2005, *From Shareholder Value to CEO Power: The Paradox of the 1990s*, „Competition and Change”, no. 9
4. Cutler T., Waine B., 2001, *Social Insecurity and the Retreat from Social Democracy: Occupational Welfare in the Long Boom and Financialization*, „Review of International Political Economy”, no. 8
5. Dobbin F., Jung J., 2010, *The Misapplication of Mr. Michael Jensen: How Agency Theory Brought Down the Economy and Why It Might Again*, „Research in the Sociology of Organizations”, no. 30B
6. Dobrzyński M., 2011, *Doktryna neoliberalna jako ideologia zarządzania*, „Studia i Materiały”, nr 1–2
7. Ellegard C., Medlin C.J., Geersbro J., 2014, *Value appropriation in business exchange: literature review and future research opportunities*, „Journal of Business & Industrial Marketing”, no. 29(3)
8. Erturk I., Froud J., Johal S., Leaver A., Williams K., 2007a, *Against Agency: A Positional Critique*, „Economy and Society”, no. 36
9. Erturk I., Froud J., Johal S., Leaver A., Williams K., 2007b, *The Democratisation of Finance? Promises, Outcomes and Conditions*, „Review of International Political Economy”, no. 14
10. Grzeszak A., 2014, *Pogromca ufelek*, „Polityka”, nr 32

11. Gulati R., Wang L.O., 2003, *Size of the Pie and Share of the Pie: Implications of Network Embeddedness and Business Relatedness for Value Creation and Value Appropriation in Joint Ventures*, [w:] V. Buskens, W. Raub, C. Snijders (red.), *The Governance of Relations in Markets and Organizations*, „Research in the Sociology of Organizations”, vol. 20
12. Krippner G., 2005, *The Financialization of the American Economy*, „Socio-Economic Review”, no. 3
13. Langley P., 2007, *The Uncertain Subjects of Anglo-American Financialization*, „Cultural Critique”, no. 65
14. Lazonick W., O’Sullivan M., 2000, *Maximising Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, „Economy & Society”, no. 29
15. Lazonick W., 2010, *Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation*, „Business History Review”, no. 84
16. Lin K.-H., Tomaskovic-Devey D., 2013, *Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008*, „American Journal of Sociology”, no. 118
17. Mączyńska E., 2013, *Łamane obietnice jako syndrom nieładu instytucjonalnego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 766, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 62
18. Milberg W., 2008, *Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains*, „Economy and Society”, no. 37
19. Nolke A., Perry J., 2007, *The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB*, „Business and Politics” vol. 9, no. 3
20. Orhangazi O., 2008, *Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003*, „Cambridge Journal of Economics”, no. 32
21. Raynor M.E., Mumtaz E.M., 2013, *Three Rules for Making a Company Truly Great*, „Harvard Business Review”, vol. 91(4)
22. Stockhammer E., 2012, *Financialization, Income Distribution and the Crisis*, „Investigacion Economica”, vol. LXXI
23. Strebel P., Cantale S., 2014, *Is Your Company Addicted to Value Extraction?*, „Sloan Management Review”, no. 55
24. Widmer F., 2011, *Institutional Investors, Corporate Elites and the Building of a Market for Corporate Control*, „Socio-Economic Review”, no. 9
25. Zwan van der N., 2014, *Making sense of financialization*, „Socio-Economic Review”, no. 12
26. Verdin P., Tackx K., 2015, *Are You Creating or Capturing Value? A dynamic framework for sustainable strategy*, „M-RCBG Associate Working Paper Series”, no. 36

### **Materiały internetowe**

1. M. Hoefle, 2017, *Value Extraction or Value Creation, Two opposing economic practices*, <http://www.managerism.org/>, dostęp 21.02.2017

---

## Financialization as a Corporate Value Appropriation Factor

---

### Summary

The author is interested in the impact of financialization on the phenomenon of appropriation of value by enterprises. A thesis has been posed that financialization gives rise to a number of phenomena, some of which may be called the appropriation of value. The article describes three basic trends distinguished in the discussion on financialization. Next, the article discusses the selected phenomena which may be thought to relate to the value taken over by enterprises, which is not their due for one reason or another. Considering a diversified terminology used to describe these phenomena, the term value appropriation was conceptualised and effects of value appropriation with regard to different entities were indicated. In order to confirm the thesis, the forms of value appropriation which may be caused by different trends of financialization were identified. The analysis of these forms allows for the statement that financialization, in particular the trend connected with the shareholder value, does contribute to the intensification of value appropriation.

**Key words:** appropriation of value, financialization, enterprise

---

