



---

SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE  
WARSAW SCHOOL OF ECONOMICS

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

Mgr Stanisław Jan Adamczyk

## **Finansyzacja przedsiębiorstwa jako czynnik jego alienacji od sfery realnej**

Autoreferat rozprawy doktorskiej napisanej pod kierunkiem naukowym prof.  
SGH dr hab. Marii Aluchny

### **Recenzenci:**

prof. dr hab. Anna Ząbkowicz  
Uniwersytet Jagielloński  
Wydział Zarządzania i Komunikacji Społecznej  
Instytut Ekonomii, Finansów i Zarządzania

prof. zw. dr hab. Jan Jeżak  
Uniwersytet Łódzki  
Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa

**Warszawa, grudzień 2016 r.**



## Spis treści autoreferatu

1. Uzasadnienie wyboru tematu.....	5
2. Cel rozprawy.....	6
3. Teza główna rozprawy.....	7
4. Struktura pracy.....	7
5. Źródła materiałów i metody badawcze.....	8
6. Wnioski i rezultaty badawcze pracy .....	12
6.1. Badania literaturowe .....	12
6.2. Model ekonometryczny .....	19
7. Możliwe kierunki dalszych badań .....	21
8. Spis treści dysertacji .....	22



## 1. Uzasadnienie wyboru tematu

Powszechne w gospodarce rynkowej dążenie do zysku jako podstawowego celu prowadzenia działalności gospodarczej prowadzi w długiej perspektywie do znoszenia barier regulacyjnych stabilizujących życie społeczne ustanowionych podczas ostatniego kryzysu. Naturalny dla gospodarki rynkowej lobbing regulacyjny przekształca kolejne procesy społeczne w towar rządony logiką pieniądza. Efektem tych przemian jest finansyzacja gospodarki i życia społecznego. Finansyzacja to znaczne natężenie skali władzy logiki finansowej w procesach społeczno-gospodarczych.

Zjawisko to ma charakter falowy i jest uważane za jedno ze źródeł okresowych kryzysów gospodarczych (także kryzysu *sub-prime* z 2008 r.). Współcześnie w gospodarkach rozwiniętych zakres procesu utowarowienia procesów społecznych osiągnął rekordowe rozmiary. Logika rynku objęła swoim działaniem sfery historycznie zastrzeżone dla jurysdykcji państwa takie jak: świadczenia emerytalne, edukacja, świadczenia zdrowotne, więziennictwo, sektor militarno-zbrojeniowy. Przekształcenie procesu społecznego w towar powoduje powstanie określonych efektów zewnętrznych.

Utowarowieniu i logice finansowej zostały poddane także uprzywilejowane systemowo przedsiębiorstwa – spółki akcyjne. Ufinansowanie tych podmiotów to skutek zmian instytucjonalnych – rozpoczętego w latach 70. XX w. przejścia od kapitalizmu menedżerskiego do finansowego. Rewolucja akcjonariuszy zniosła separację pomiędzy własnością akcji a wpływem na zarządzanie spółką.

Metamorfozie tej towarzyszyły masowe prywatyzacje przedsiębiorstw państwowych połączone z wprowadzaniem ich akcji do obrotu na giełdach papierów wartościowych. Prywatyzacje kluczowych gałęzi gospodarki połączone z prywatyzacją systemów emerytalnych doprowadziły do skokowego wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych jako podmiotów sterujących przepływami strumieni pieniężnych w gospodarce.

Wskutek deregulacyjnych zmian instytucjonalnych, w anglosaskim systemie nadzoru korporacyjnego, wyraźnie zaczyna się zaznaczać proces alienacji giełdowych spółek akcyjnych od sfery realnej. Celem prowadzenia działalności gospodarczej przez te podmioty przestało być tworzenie fundamentów dla stabilnego materialnego bytu społeczeństwa, a zaczęło być maksymalizowanie dochodów sektora finansowego i akcjonariuszy generowanego przez wszelkie formy aktywności często oderwanej od potrzeb gospodarki realnej.

Globalizacja i digitalizacja działalności gospodarczej połączona z takimi technikami menedżerskimi jak *outsourcing*, *offshoring* i optymalizacje podatkowe doprowadziły do występowania skrajnych nierównowag ekonomicznych - m.in. takich zjawisk jak podatkowe *głodzenie* państw goszczących oraz międzynarodowego konkurowania kosztami pracy. Zarówno dług publiczny gospodarek rozwiniętych, jak i wolne nadwyżki płynnych aktywów transnarodowych spółek akcyjnych osiągnęły rekordowe rozmiary.

Nasila się proces skupów akcji własnych połączony ze spadkiem inwestycji w sferę realną. Największe spółki akcyjne pozywają państwa za stanowienie prawa naruszającego ich interesy biznesowe. Powiększa się skala monopolizacji rynku i nierówności dochodowych oraz majątkowych. Wyżej opisane asymetrie skłaniają do rozważań, gdyż w dłuższej perspektywie mogą stanowić zagrożenie dla stabilności i spójności społecznej, rozwoju cywilizacyjnego oraz demokracji.

## 2. Cel rozprawy

Ogólnym celem poznawczym było pogłębienie wiedzy naukowej dotyczącej wpływu finansyzacji gospodarki na sferę realną. Uzupełniono dotychczasowe badania SGH dotyczące zagadnienia alienacji rynków finansowych o obszar dominujących w globalnej gospodarce przedsiębiorstw - giełdowych spółek akcyjnych.<sup>12</sup> Szczegółowym celem dysertacji było zbadanie wpływu modelu zarządzania spółką akcyjną na alienację przedmiotu jej działalności od sfery realnej. W ramach dysertacji została podjęta próba odnalezienia odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- I. Jakie są przejawy zjawiska finansyzacji działalności spółki akcyjnej?
- II. Jakie są przejawy zjawiska alienacji działalności spółki akcyjnej od sfery realnej?
- III. Czy zjawisko finansyzacji działalności spółki akcyjnej jest przyczyną oderwania przedmiotu jej działalności od sfery realnej?
- IV. Czy alienacja spółki akcyjnej może mieć związek z historycznym problemem celu jej działalności, który spowodował wyodrębnienie się trzech podstawowych systemów nadzoru korporacyjnego?

---

<sup>1</sup> Miklaszewicz S., Sum K., Waszkiewicz A., *Alienacja rynków finansowych a perspektywy gospodarki światowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013

<sup>2</sup> Borowski J., Tymoczko D., Wojciechowski W., *Alienacja rynków finansowych a globalny kryzys finansowy*, Granty Rektorskie SGH, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012

- V. Czy poziom alienacji spółki akcyjnej od sfery realnej różni się w głównych systemach nadzoru korporacyjnego?

### **3. Teza główna rozprawy**

W ramach badań literaturowych podjęto próbę zweryfikowania następującej tezy głównej:

*„W anglosaskim systemie nadzoru korporacyjnego finansyzacja giełdowej spółki akcyjnej jest czynnikiem alienującym przedmiot jej działalności od krajowej sfery realnej gospodarki.”*

Dla poprawienia jakości wnioskowania wykorzystano model konceptualno-ekonometryczny, którego celem było potwierdzenie, bezpośrednio powiązanej z tezą główną, hipotezy pomocniczej:

*„Poziom alienacji giełdowej spółki akcyjnej od krajowej sfery realnej w anglosaskim systemie nadzoru korporacyjnego jest wyższy niż w systemie niemieckim i japońskim.”*

### **4. Struktura pracy**

Praca składa się ze wstępu, czterech rozdziałów i zakończenia.

W Rozdziale I dokonano prawnej i historycznej analizy uformowania instytucji spółki akcyjnej, jako formy prowadzenia działalności gospodarczej, oraz jej współdziałania z rynkiem kapitałowym. Następnie została przeprowadzona analiza literatury krajowej światowej, której celem było uchwycenie przejawów finansyzacji tej formy przedsiębiorstwa.

W Rozdziale II został zdefiniowany sens i istota słowa *alienacja* w dyscyplinie nauk ekonomicznych. Następnie zostały opisane te zjawiska, związane z funkcjonowaniem giełdowej spółki akcyjnej, które mogą być uznane, jako przejaw alienacji jej działalności od sfery realnej.

W Rozdziale III został przedstawiony historyczny dorobek koncepcji korporatyizmu (społeczeństwa jako organizmu biologicznego) oraz teoria *Variety of Capitalism*, zarysowująca różnice instytucjonalne trzech modeli kapitalizmu występujących w USA, Niemczech i Japonii (LME i CME). W tej części pracy również zarysowano proces konwergencji głównych modeli *nadzoru korporacyjnego*, jako efektu internacjonalizacji działalności gospodarczej i globalizacji przepływów kapitałowych. Na zakończenie została dokonana szczegółowa analiza konsekwencji finansowania spółek akcyjnych przez globalne rynki kapitałowe, ze szczególnym uwzględnieniem alokacji ryzyka.

W Rozdziale IV przedstawiono model konceptualny i ekonometryczny zjawiska, a następnie przeprowadzono procedurę badawczą za lata 1990-2010, w celu zweryfikowania istnienia różnic w poziomie natężenia zjawiska alienacji działalności przedmiotu działalności spółek publicznych od sfery realnej, w USA, Niemczech i Japonii.

## 5. Źródła materiałów i metody badawcze

Dysertacja została oparta na analizie dostępnej literatury krajowej i zagranicznej. Znalazły się w niej zarówno pozycje książkowe, jak i artykuły publikowane w periodykach naukowych. Wykorzystano publikacje znanych organizacji międzynarodowych (np. ILO, MFW, BIS, OECD, UNCTAD). Do pogłębienia zrozumienia prezentowanego problemu badawczego i polepszenia wnioskowania zastosowano interdyscyplinarne podejście i wykorzystano także takie metody jak: komparatystyka, studium przypadku, metoda analizy systemowej, metoda dedukcyjna.

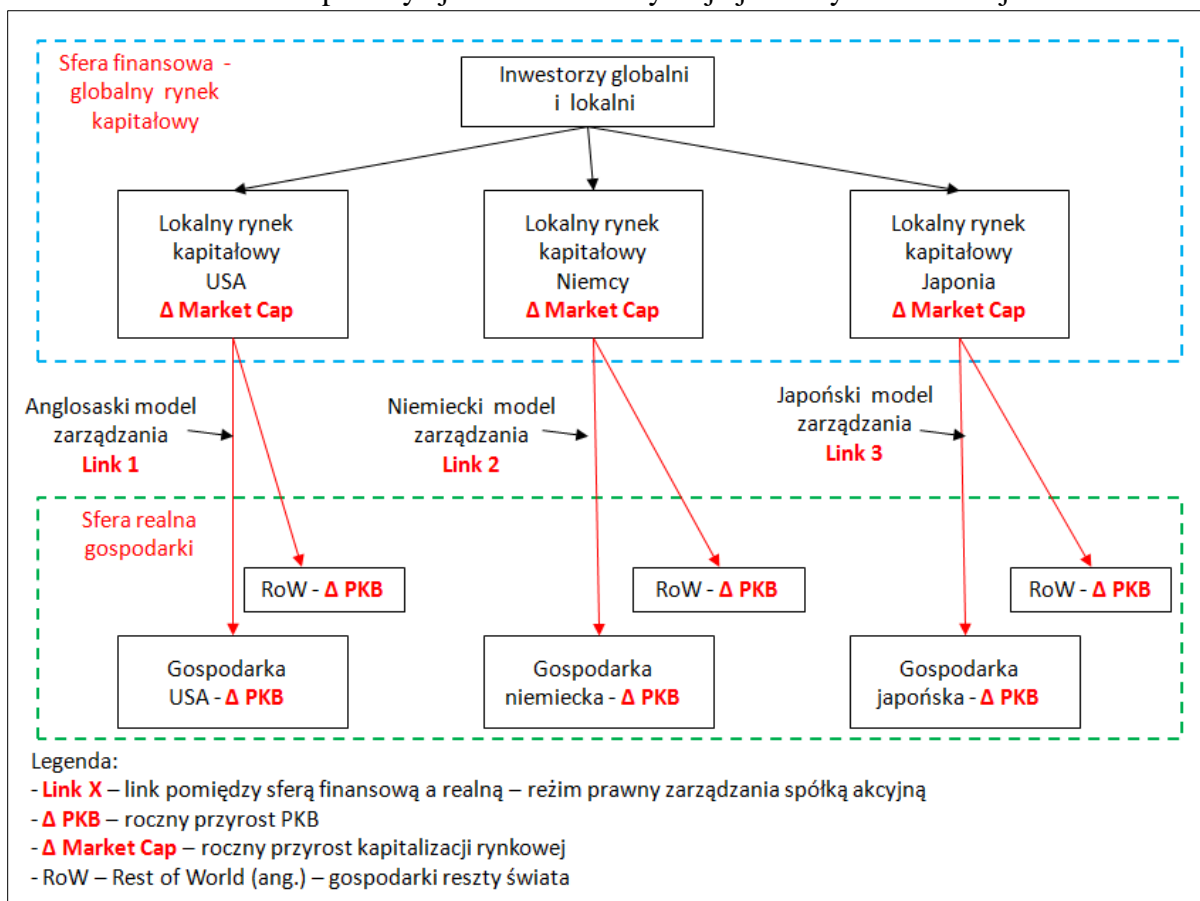
W celu weryfikacji postawionych tezy zbudowano model konceptualno-ekonometryczny. Model ten obrazował **skutek** - relację zachodzącą pomiędzy sferą finansową, a sferą realną w rozważanych gospodarkach USA, Niemiec i Japonii, wskutek **przyczyny** - dominującego w danej jurysdykcji nadzoru korporacyjnego. Celem tego modelu było uchwycenia różnic w poziomie alienacji przedmiotu działalności spółki akcyjnej od sfery realnej dla trzech głównych systemów nadzoru korporacyjnego w: USA, Niemczech i Japonii za okres 1990 – 2010.

Na potrzeby badania przyjęto, że obowiązujący w danym kraju model nadzoru korporacyjnego zdefiniowano jako kanał transmisji logiki finansowej (dalej jako „**Link**”) pomiędzy procesami sfery finansowej, a procesami sfery realnej gospodarki. Siła przekazywania logiki finansowej do sfery realnej gospodarki (a zatem też siła alienacji) w badanym systemie prawnym zależy bezpośrednio od bodźców systemowych - katalogu uprawnień nadanych akcjonariuszom wobec spółki i skuteczności procesowej ich egzekucji.

Na podstawie przeprowadzonej analizy literaturowej postawiono tezę, że im szerszy jest katalog uprawnień akcjonariuszy, wyższa skuteczność procesowa ich egzekucji oraz wyższy udział kapitalizacji rynkowej w PKB w danej jurysdykcji (pogłębienie finansowe), tym siła przetargowa właścicieli akcji będzie wyższa i transmisja zjawiska finansyzacji ze sfery finansowej do sfery realnej będzie silniejsza. W efekcie w rozważanej gospodarce zjawisko alienacji wystąpi w większym natężeniu.



Schemat 1. Model konceptualny zjawiska – finansyzacja jako czynnik alienacji



Źródło: Opracowanie własne

W anglosaskim modelu nadzoru korporacyjnego spółka jest traktowana jako czysty podmiot ekonomiczny, co oznacza że akcjonariusz jest wyłącznym właścicielem procesów gospodarowania zachodzących w sferze realnej. W tradycyjnym niemieckim i japońskim modelu *corporate governance*, przed rozpoczęciem migracji w kierunku modelu anglosaskiego (koniec lat 90. XX w.), spółka akcyjna odgrywała raczej rolę podmiotu społecznego, więc siła praw poszczególnych interesariuszy była zrównoważona.

W przypadku Niemiec nadal funkcjonuje zasada zachowania wpływu pracowników na decyzje spółek (kodeterminacja), a w przypadku Japonii pozostałości powiązań krzyżowych w ramach *keiretsu* i długoterminowych powiązań z bankami. W obydwu krajach rynek kontroli działa w ograniczonym zakresie. Tak więc można założyć na potrzeby niniejszego badania, że pomiędzy sferą finansową a sferą realną, w Niemczech i Japonii istnieje kanał transmisji logiki finansowej o nieco innej sile oddziaływania niż w anglosaskim systemie *corporate governance*. Konsekwencją takiego układu sił mogły być inne zmiany rocznej kapitalizacji rynkowej, w stosunku do rocznej zmiany PKB, wynikające z większej równowagi siły przetargowej pomiędzy sferą finansową a realną.

W modelu nasilenie zjawisko alienacji zostało zbadane za pomocą analizy regresji liniowej z jednym predyktorem.<sup>3</sup> Wykonano procedurę regresji łącznej kapitalizacji spółek giełdowych („**Market Cap**” – zmienna objaśniana) względem PKB kraju notowania („**PKB**” - zmienna objaśniająca) oddzielnie dla każdego z trzech systemów nadzoru korporacyjnego. Współczynnik regresji  $\alpha$  zobrazował w jakim stopniu, w badanym systemie nadzoru korporacyjnego, roczna zmiana PKB wpływała, na roczną zmianę kapitalizacji spółek notowanych na lokalnym rynku kapitałowym. Poniższe równanie przedstawia model wykorzystany do badania wraz z jego parametrami strukturalnymi.

$$\text{Market Cap}_x = \alpha \text{PKB}_x + \beta + \varepsilon$$

gdzie:

$\text{PKB}_x$  – zmienna objaśniająca - wartość PKB wytworzona na terenie kraju x (w bln US\$)

$\text{Market Cap}_x$  – zmienna objaśniana – kapitalizacja rynkowa spółek w kraju x (w bln US\$)

$\alpha$  - współczynnik regresji liniowej

$\beta$  – wyraz wolny

$\varepsilon$  - składnik losowy (niewyjaśnione funkcją regresji wartości funkcji objaśnianej)

Współczynnik regresji  $\alpha$  był interpretowany jako średni przyrost kapitalizacji rynkowej na danym rynku, jeśli PKB danego kraju wzrośnie o jednostkę. Jednostką pomiaru zarówno zmiennej objaśniającej, jak i zmiennej objaśnianej były biliony US\$. Porównanie wartości współczynnika regresji dla gospodarki USA z wartością tych współczynników dla gospodarki Niemiec i Japonii umożliwiło weryfikację hipotezy pomocniczej. Jeśli współczynnik regresji  $\alpha$  dla USA byłby większy o 50% od wartości tego współczynnika dla gospodarki Niemiec i Japonii, wtedy postawiona hipoteza pomocnicza byłaby uznana za prawdziwą. Współczynniki regresji były interpretowane, jeśli występowała korelacja pomiędzy badanymi zmiennymi.

Badanie statystyczne zostało wykonane przy użyciu danych wtórnych za lata 1990-2010 i zostało podzielone na dwa podokresy: 1990-2000 i 2001-2010. Data podziału na dwa okresy była datą umowną i wynikała z próby statystycznego uchwycenia skutków migracji niemieckiego i japońskiego modelu *corporate governance* w kierunku modelu anglosaskiego. Początek badania następuje w 1990 r. Zgodnie z przedstawioną w niniejszej dysertacji literaturą w ostatniej dekadzie XX w. nasilają się przejawy alienacji (przyrost pozwów ISDS, spadek inwestycji w stosunku do osiągniętych przepływów finansowych). Dane po 2010 roku

---

<sup>3</sup> Podobną metodologię badania zastosowano w: S. Miklaszewicz, K. Sum, A. Waszkiewicz, *Alienacja rynków finansowych a perspektywy gospodarki światowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013

nie zostały uwzględnione ze względu na silny wpływ pokryzysowych operacji luzowania ilościowego (QE) na koniunkturę na rynkach kapitałowych.

W trakcie badania podjęto próbę uwzględnienia wpływu globalizacji na badane zjawisko. W pierwszej części badania alienacja została zmierzona przy założeniu, że całość działalności gospodarczej jest prowadzona w kraju, w którym znajduje się rynek notowań danego emitenta. Założenie to oznacza, że nie występują przychody finansowe z portfela spółek zależnych zlokalizowanych za granicą. Założenie to zostało następnie uchylone, celem uwzględnienia wpływu globalizacji na badane zjawisko.

Na potrzeby badania skonstruowano wskaźnik transnarodowości spółek (*ang. Transnationality Index, TNI*) będący średnią arytmetyczną trzech wskaźników: aktywa zagraniczne/aktywa ogółem, sprzedaż zagraniczna/sprzedaż ogółem i zatrudnienie zagraniczne/zatrudnienie ogółem. Dla każdego lokalnego systemu *corporate governance* współczynnik ten został wyliczony jako średnia arytmetyczna wskaźników TNI dziesięciu największych lokalnie notowanych spółek akcyjnych. Przyjęto, że reprezentuje on całą populację spółek notowanych na lokalnym rynku.

Współczynnik  $\alpha$  opisujący kąt nachylenia przyrostu kapitalizacji rynkowej względem PKB, został skorygowany o wskaźnik  $(1-TNI)$ , celem usunięcia z tego przyrostu kapitalizacji rynkowej części wywołanej strumieniami finansowymi pochodzącymi z zagranicznych spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej. Korekta została dokonana przez przemnożenie otrzymanego współczynnika regresji  $\alpha$  przez wartość  $(1-TNI)$ .

Badanie statystyczne zostało wykonane przy użyciu danych liczbowych pochodzących z bazy ILibrary OECD, Federacji Giełd Papierów Wartościowych oraz UNCTAD.

## 6. Wnioski i rezultaty badawcze pracy

### 6.1. Badania literaturowe

Badanie alienacji przedmiotu działalności spółek akcyjnych od sfery realnej jest zadaniem wybitnie trudnym, gdyż wymaga aparatu teoretycznego, który na chwilę obecną jest dopiero w fazie załączkowej. W zasadzie, nie występuje konsensus świata nauki, co do tego, jaką działalność tych spółek można uznać za zgodną z jądrem ich społecznej wartości, a jaką za ich aberrację (na przykład kwestia awersji do produktywnych inwestycji i skupów akcji). Brak konsensusu wynika ze współczesnego sporu politycznego o model zarządzania i cel działalności tych podmiotów – odpowiedzi na pytanie, czy spółka akcyjna ma być podmiotem społecznym (*stakeholders value*), czy ekonomicznym (*shareholders value*).

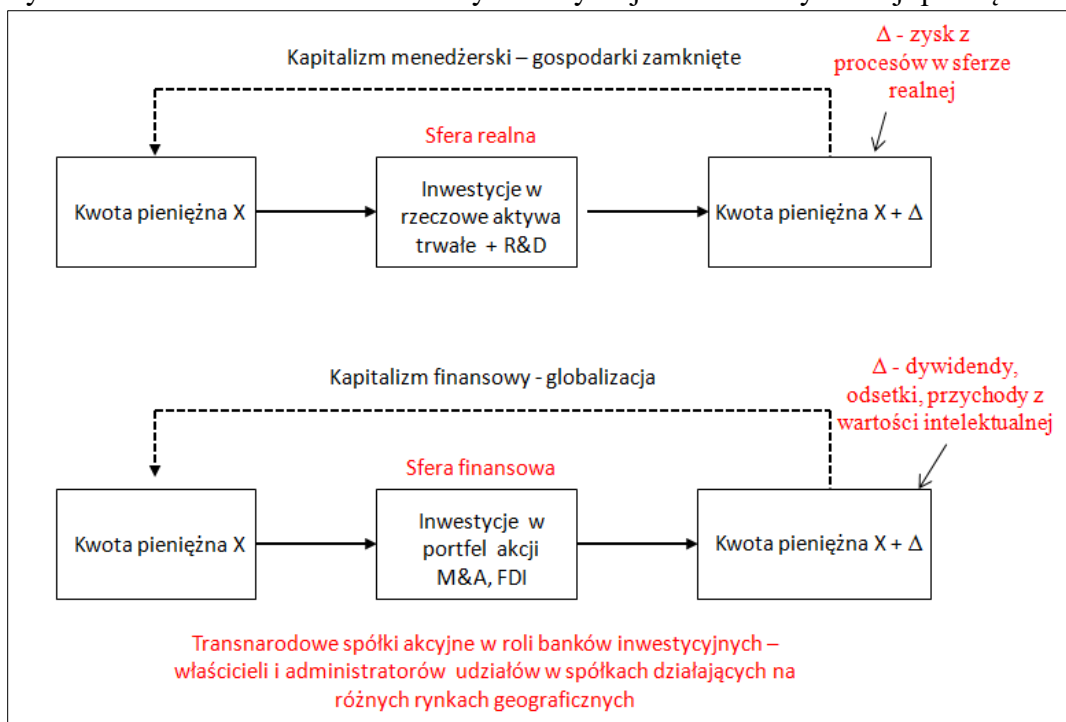
Niemniej jednak na podstawie badań literaturowych postawiona teza główna została uprawdopodobniona. Z dysertacji można wyciągnąć następujące wnioski ogólne:

**Po pierwsze** - przedsiębiorstwo w formie giełdowej spółki akcyjnej uległo procesowi finansyzacji, co spowodowało występowanie w jego działalności cech alienacji od sfery realnej. Coraz więcej inwestycji tego podmiotu to transakcje **nieproduktywne - nie tworzące PKB**, a **prowadzące wyłącznie do zmiany struktury własności w sferze realnej – de facto jej koncentracji**.

Zniesienie w 1888 r. zakazu inwestowania przez spółki akcyjne w akcje innych podmiotów, oraz współczesna globalizacja przepływu kapitału, umożliwiły monopolizację rynku przez rozbudowę portfela inwestycyjnego - stosowanie takich technik menedżerskich jak: *M&A* (emisja na rozliczenie przejęcia), *outsourcing* i *offshoring*. Transakcje *M&A* umożliwiły szybkie przejmowanie kontroli nad rynkiem i innowacjami bez ponoszenia ryzyka związanego tworzeniem nowej wartości m.in. w postaci R&D i lokalnym potencjałem produkcyjnym. Proces koncentracji rynku jest tak zaawansowany, że doradcy przy transakcjach *M&A* zaczynają zauważać brak podmiotów do przejęcia.

Skutkiem wykorzystania tych technik menedżerskich jest w skali mikro wzrost znaczenia strumienia przychodów z działalności finansowej w strukturze przychodów spółek, a w skali makro zatrzymanie strumieni pieniężnych w sferze finansowej. Działalność inwestycyjna w sferze finansowej wyparła tradycyjną bezpośrednią działalność operacyjną w sferze realnej. Rysunek 1. obrazuje zjawisko zmiany sposobu cyrkulacji pieniądza w gospodarce. Efektem ubocznym wejścia spółki akcyjnej w rolę inwestora-pośrednika jest monopolizacja rynku.

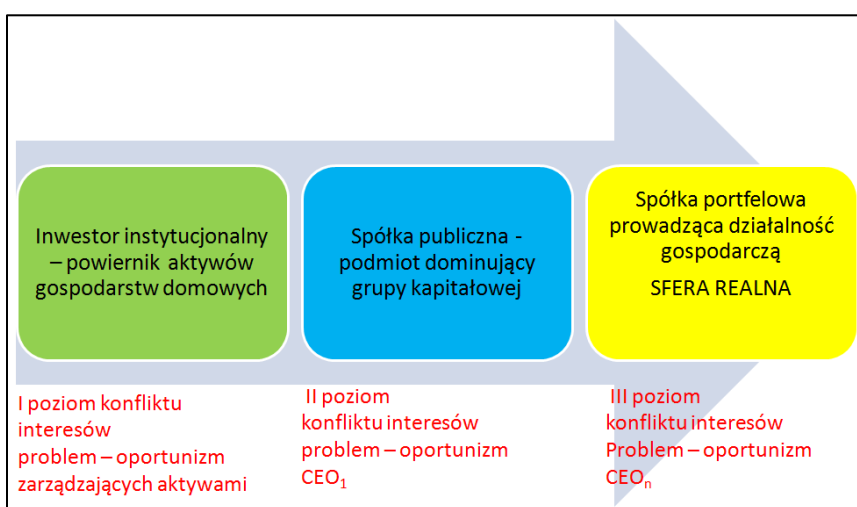
Rysunek 1. Efekt makroekonomiczny finansyzacji - zmiana cyrkulacji pieniądza



Źródło: Opracowanie własne

Wejście w rolę pośrednika finansowego i wykonywanie zadań podmiotu *asset management* - banku inwestycyjnego, który kontroluje spółki portfelowe, odseparowało badane podmioty od aktywności w sferze realnej. W efekcie tego procesu, w procesie transferu oszczędności od gospodarstw domowych do podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, o co najmniej jedno ogniwo poszerzył się łańcuch pośredników finansowych obarczonych własnym, specyficznym kosztem oraz konfliktem interesów.

Diagram 1. Konflikty interesów w zarządzaniu gospodarką



Źródło: Opracowanie własne

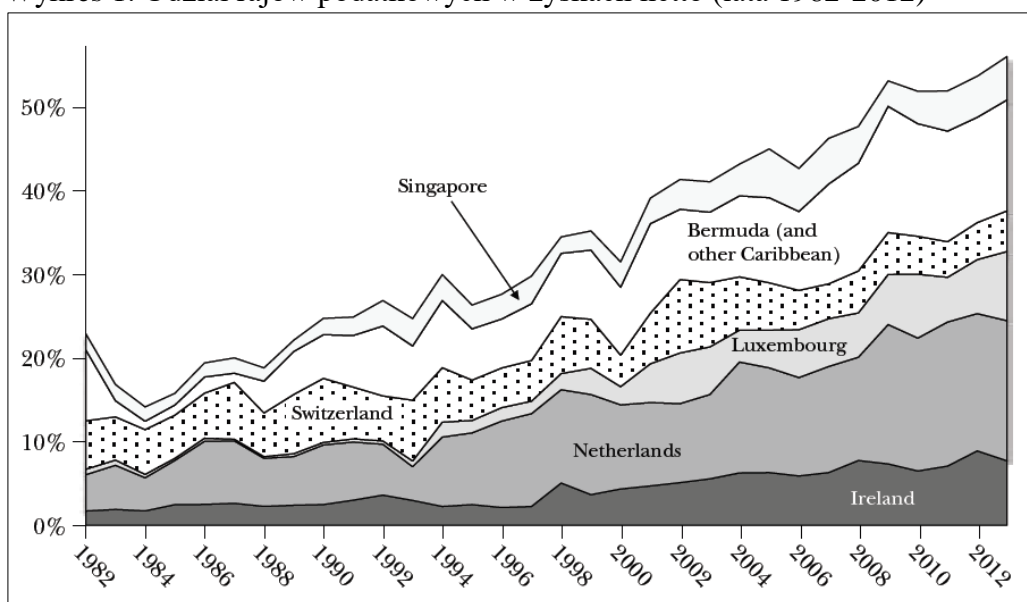
W rzeczywistości współczesna gospodarka jest zarządzana, co najmniej przez tandem agentów: (a) wchodząca w rolę banku inwestycyjnego spółkę dominującą grupy kapitałowej oraz (b) – zarządzającą aktywami spółkę (fundusz), której głównym przedmiotem działalności jest zbiorowe inwestowanie. Mechanizmy konfliktu agencji i konfliktu interesów wyglądają zupełnie inaczej, niż jest to przedstawiane w klasycznej teorii agencji – w rzeczywistości to agenci kontrolują agentów. Teoria agencji E. Famy nie uwzględnia konfliktu interesów na poziomie funduszy inwestycyjnych.

**Po drugie** - kluczowym przejawem alienacji jest rozerwanie więzi solidarnościowych z interesariuszami sfery realnej, co widać na przykładzie agresywnych optymalizacji podatkowych i outsourcingu procesów produkcyjnych do jurysdykcji cechujących się niskimi kosztami pracy. Szacuje się, że polityka cen transferowych tylko dla budżetu USA stanowi utratę kwoty około 90 mld US\$ rocznie.

Optymalizacje podatkowe prowadzą do rozrywania związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy miejscem faktycznego prowadzenia działalności gospodarczej, a miejscem płacenia podatków. Szczególnie często przesuwaniu podstawy opodatkowania do rajów podatkowych odbywa się dzięki ulokowaniu tam unikalnych *aktywów niematerialnych*, których wycena rynkowa zgodnie z zasadą *arm's length pricing* jest utrudniona lub niemożliwa.

Udział rajów podatkowych w alokacji zysków netto transnarodowych spółek z USA narasta od początku lat 80. XX w. - początku dominacji doktryny *wartości dla akcjonariusza*.

Wykres 1. Udział rajów podatkowych w zyskach netto (lata 1982-2012)



Źródło: G. Zucman, *Taxing across (...)*, *Journal of Economic Perspectives*, 2014, s. 128

Oprócz egzotycznych jurysdykcji (takich jak Bermudy), pojawiają się tam takie kraje jak: Holandia, Irlandia, Luksemburg, Szwajcaria. Optymalizacje podatkowe prowadzą do silnych efektów redystrybucyjnych. Wskutek optymalizacji podatkowych relatywne straty fiskalne uboższych krajów peryferyjnych są o wiele bardziej dotkliwe niż krajów bogatych.

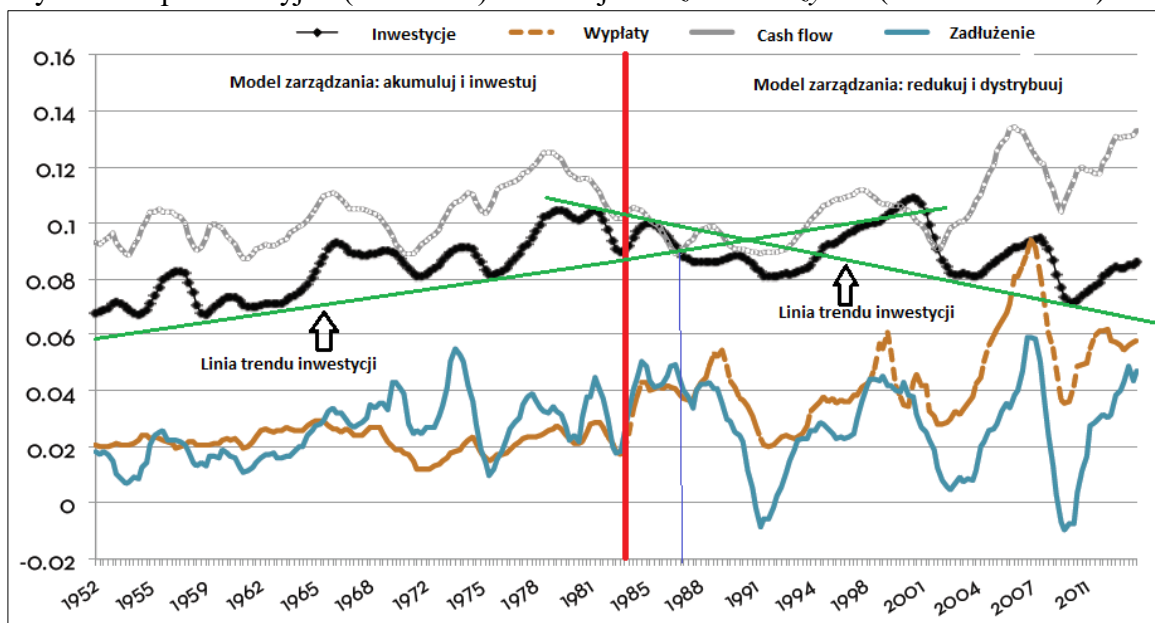
Masowy outsourcing produkcji i usług do jurysdykcji o niższych kosztach pracy, a następnie sprzedaż wyprodukowanych tam towarów na krajowym rynku, prowadzi do poważnych konsekwencji. Przede wszystkim determinuje międzynarodowe konkurowanie kosztami pracy – co oznacza równanie w dół przejawiające się spadkiem udziału puli płac w PKB.

Wskutek tej praktyki ulega redukcji liczba miejsc pracy w gospodarce kraju eksportera kapitału i ulega redukcji ich zdolność do wchłonięcia lokalnej produkcji. Tamtejsze gospodarstwa domowe występują co najmniej w trzech rolach – konsumenta, producenta i podatnika. Poprawa ich sytuacji w roli konsumenta prowadzi jednak do jednoczesnego pogorszenia ich pozycji w roli podatnika, wzrostu bezrobocia i erozji zdolności do uzyskiwania dochodu w roli producenta.

Długoterminową konsekwencją takiej strategii zarządzania w spółkach akcyjnych jest utrata konsumentów na lokalnych rynkach oraz podatków umożliwiających utrzymanie dóbr publicznych.

**Po trzecie** – ze względu na powszechne stosowanie klasycznej teorii finansów spółki akcyjne unikają inwestycji w sferę realną, co jest połączone z akumulacją ogromnych kwot płynnych aktywów w rajach podatkowych. Jest to kolejny przejaw alienacji, gdyż jak wynika z analizy historycznej celem uformowania spółki akcyjnej było rozpraszanie ryzyka przy znaczących inwestycjach w sferę realną. Akcjonariusze za dokonywanie takich inwestycji otrzymali przywilej w postaci zwolnienia z odpowiedzialności za działania spółki. Wykres 2 przedstawia sektor największych niefinansowych spółek publicznych w USA jako *czarną skrzynkę*, do której wpływają dwa strumienie pieniężne (cash flow i kapitał obcy) i z której wypływają dwa strumienie pieniężne (inwestycje i wypłaty dla akcjonariuszy).

Wykres 2. Spółki akcyjne (notowane) w USA jako *czarna skrzynka* (FED 1952-2012)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Disgorge the Cash*, Roosevelt Institute, s. 26

Przed 1985 r. inwestycje spółek wykazywały istotne skorelowanie z przepływami pieniężnymi, zadłużeniem i cyklem koniunkturalnym. W późniejszym okresie współwystępowanie inwestycji z przepływami pieniężnymi i zadłużeniem osłabia się. Cechą inwestycji są ich wahania i załamania w okresie dekonunktury. Do 1988 r. inwestycje spółek znajdowały się w trendzie wzrostowym. W tym roku nastąpiło przebicie linii wsparcia trendu wzrostowego w dół.

Od 1988 r. wartość strumienia inwestycji znalazła się trendzie spadkowym, pomimo pozostawania strumienia wpływającego do sektora cash flow w trendzie wzrostowym. O ile w modelu *akumuluj i inwestuj* zasadne było stwierdzenie, że *spółki pożyczają w celu dokonywania inwestycji*, o tyle pod rządami wartości dla akcjonariusza bardziej zasadne jest stwierdzenie, że *dług jest zaciągany w celu dokonywania wypłat dla akcjonariuszy*.

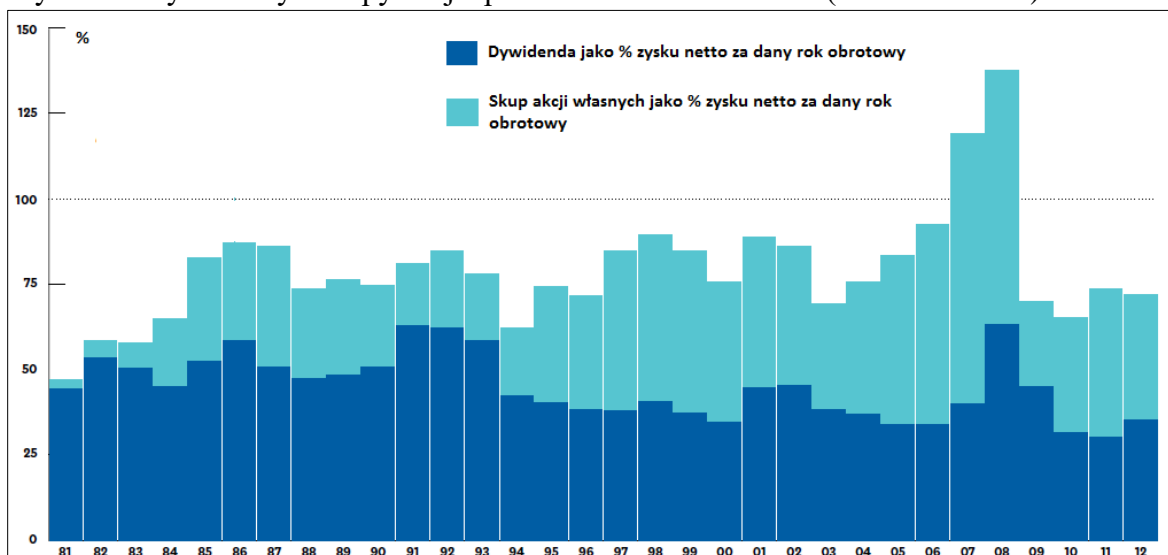
Od 2001 r. istnieje silna dywergencja pomiędzy wartością strumienia inwestycji a wartością przepływów pieniężnych. Tendencji tej nie zmieniły cięcia podatku CIT. W roku zakończenia badania (2013 r.) rozbieżność pomiędzy przepływami pieniężnymi a inwestycjami znalazła się na rekordowym poziomie i wyniosła 40%. Począwszy od 2001 r. wartości przepływów pieniężnych osiągają rekordowe poziomy, przekraczając swój historyczny średni poziom wynoszący 10%. W tym czasie inwestycje znajdują się na poziomie z lat 70. XX w.

**Po czwarte** - masowe odkupy akcji własnych są flagowym przykładem oderwania działalności spółek akcyjnych od sfery realnej. Ta czysto finansowa technika nie dość, że sztucznie zwiększa wartość rynkową akcji spółki to jeszcze osłabia potencjał produkcyjny,



usługowy i innowacyjny w sferze realnej (*ang. the buyback economy*). Wykres 3. przedstawia udział wartości skupów akcji własnych i dywidend w wartości wypracowanych zysków netto dla spółek wchodzących w skład indeksu S&P 500.

Wykres 3. Dywidendy i skupy akcji spółek z indeksu S&P 500 (lata 1981-2012)



Źródło: W. Lazonick, *Profits without Prosperity*, *Harvard Business Review*, 2014, s. 8

W okresie 1981-2012 zyski netto osiągnięte przez badane spółki były w ponad 50% wypłacane akcjonariuszom w formie dywidend i skupów akcji własnych. W latach 2007-2008 spółki skierowały do akcjonariuszy strumień pieniężny większy, niż został w tych latach zarobiony. W okresie 2003-2012 badanych 449 spółek z indeksu S&P 500 wykupiło akcje za kwotę 2,4 bln US\$, stanowiącą 54% wypracowanych w tym okresie zysków netto. Łącznie więc, w badanym okresie, przekazano akcjonariuszom 91% osiągniętego zysku netto. W tym miejscu należy podkreślić, że skupy akcji własnych są często dokonywane z zaciągnięciem długu na drodze emisji obligacji.

**Po piąte** - spółki akcyjne, które uległy procesowi finansyzacji, nie reagują na stymulację ze strony polityki monetarnej prowadzonej przez System Rezerwy Federalnej. Obniżenie stóp procentowych i zwiększenie dostępności kredytu nie jest wystarczającym bodźcem do zwiększenia, tworzących miejsca pracy, inwestycji w sferze realnej. Tani kapitał obcy służy raczej do skupów akcji własnych. O ile w latach 60. XX w., każdy dodatkowy US\$ zadłużenia spółek powodował przeciętnie przyrost inwestycji o 75 centów, to już w 2010 r., pomimo luzowania ilościowego prowadzonego przez FED i obniżenia realnych stóp procentowych do poziomu zera, powodował on przyrost inwestycji jedynie o 11 centów.

Rozerwanie powiązania pomiędzy osiąganymi zyskami, zadłużaniem się a inwestycjami można potraktować jako kolejny przejaw alienacji spółki akcyjnej od sfery realnej. Celem

społecznym potraktowania kosztu odsetkowego od zadłużenia przedsiębiorstwa jako podatkowego kosztu uzyskania przychodu było zachęcenie do inwestycji tworzących wzrost i miejsca pracy. Korzystanie z zadłużenia do transferowania wypłat dla akcjonariuszy jest sprzeczne z celem przyznania tego przywileju podatkowego.

**Po szóste** - zniesienie rozdziału pomiędzy własnością akcji a kontrolą nad spółką, a także zastosowanie klasycznej teorii finansów w zarządzaniu, doprowadziło do pojawienia się silnego pasa transmisji logiki finansowej pomiędzy sferą finansową a sferą realną. Uprawnione jest postawienie tezy o wyrwaniu się transnarodowych spółek akcyjnych spod kontroli państw goszczących (pozwoly ISDS). Korporacyjny lobbing regulacyjny powoli, ale konsekwentnie modyfikuje funkcje państw goszczących znosząc uciążliwe dla siebie bariery prawne. Widoczny jest proces prywatyzacji zysków oraz uspołeczniania kosztów oraz ryzyk. Wskutek wykorzystywania woalu korporacyjnego narasta problem rozłamu odpowiedzialności. W efekcie tego nie działa podstawowa zasada kapitalizmu - **odpowiedzialności za własne decyzje gospodarcze.**

**Po siódme** - wskutek transformacji systemu finansowania gospodarki z opartego na bankach, w stronę opartego na rynkach kapitałowych, koszt społeczny w postaci ryzyka finansowego procesów gospodarczych, został przetransferowany z sektora finansowego na gospodarstwa domowe. Zarządzanie tym ryzykiem stało się źródłem dodatkowych przychodów sektora finansowego. Jednak jak pokazują badania, usługi aktywnego zarządzania funduszami, nie są w stanie wyeliminować ryzyka ponoszonego przez gospodarstwa domowe. W systemie tworzą się i pękają kolejne banki spekulacyjne prowadząc do destrukcji bogactwa kumulowanego w różnego rodzaju funduszach akcyjnych przez gospodarstwa domowe. Zjawisko to stanowi zagrożenie dla systemów emerytalnych. Zjawisko to stawia pytanie o zdolność aktualnego systemu finansowania, do solidarnościowego zarządzania konsekwencjami zmienności gospodarczej, która jest nieusuwalną cechą gospodarki rynkowej.

**Po ósme** - finansyzacja spółki akcyjnej wydaje się być kluczowym elementem tworzącym kryzys systemowy cywilizacji zachodniej. To występujące okresowo zjawisko, ze względu na swoją siłę propagacji, prowadzi do *komodytyzacji* wszelkich możliwych procesów społecznych z istotą ludzką włącznie. Finansyzacja największych podmiotów gospodarczych jest głównym bodźcem deregulacji – powolnego, ale konsekwentnego znoszenia ustanowionych w przeszłości regulacji prawnych, których celem była stabilizacja procesów społeczno-gospodarczych. Efektem znoszenia tych barier prawnych są narastające

nierównowagi i destabilizacja gospodarki. Jako zasada organizująca życie społeczne, finansyzacja gospodarki przyczyniła się współcześnie do skrajnych nierówności majątkowych i entropii - utraciła swoją zdolność do podtrzymywania spójności systemu społecznego i skupiania energii jego elementów.

## 6.2. Model ekonometryczny

Teza pomocnicza nie została w pełni potwierdzona w drodze weryfikacji statystycznej. Skonstruowany na potrzeby badania model tego w pełni nie umożliwił. W trakcie badania ujawniło się szereg jego wad i wątpliwości odnośnie prawdziwości przyjętych założeń.

Największy zaobserwowany poziom alienacji wystąpił w USA w latach 1990-2000. W okresie 1990-2000 każdy 1 US\$ przyrostu PKB w USA, po eliminacji zysków netto z zagranicy, wywoływał średnio przyrost kapitalizacji rynkowej o 1,1 US\$ (przed korektą globalizacyjną było to 2,37 US\$). W okresie 2001-2010 sytuacja zmieniła się – największa siła zjawiska alienacji występowała w Niemczech. W okresie 2001-2010 każdy dodatkowy 1 US\$ przyrostu PKB w Niemczech, po eliminacji zysków z zagranicy, wywoływał średnio przyrost kapitalizacji rynkowej o 0,9 US\$ (przed korektą globalizacyjną było to 2,64 US\$). Zbudowany model nie odzwierciedla w pełni rzeczywistości, ze względu na następujące okoliczności:

**Po pierwsze** – statystyczne badanie alienacji przedmiotu działalności spółek akcyjnych od sfery realnej jest w obecnym stanie wiedzy akademickiej wyjątkowo utrudnione. Brak aparatu teoretycznego, uniemożliwia niekontrowersyjny podział strumienia zysków tych podmiotów na zyski z działalności zgodnej z cywilizacyjnym sensem ich uformowania i zyski z alienacji. Dopiero badanie oparte przy użyciu tak podzielonych danych umożliwiłoby realne zmierzenie alienacji.

**Po drugie** - w badaniu naukowym prawdziwość założeń jest podstawą prawdziwości wniosków wyciąganych z modelu. Należy też wyeliminować przypuszczenie, że na badane zjawisko wpływają także inne czynniki. Tymczasem w badaniu przyjęto założenia, których realizm budzi poważne wątpliwości. Widoczne jest współwystępowanie anglosaskiego modelu *corporate governance*, z poziomem alienacji działalności spółek akcyjnych od sfery realnej, ale nie jest to jedyny czynnik wpływający na badane zjawisko.

Nieprawdziwe okazało się założenie, że zyski spółek akcyjnych są skorelowane ze zmianami wartości ich kapitalizacji giełdowej. Założenie takie przyjęto, gdyż utrudniony był dostęp do zagregowanych danych o zyskach netto spółek notowanych na lokalnym rynku. Zyski netto zastąpiono kapitalizacją zakładając, że relacja pomiędzy tymi dwoma zmiennymi będzie stała.

Założenie to byłoby prawdziwe, gdyby na rynkach kapitałowych nie występowała m.in. spekulacja na tak masową skalę oraz zmienność oczekiwań. Efektem tego uproszczenia rzeczywistości było silne zniekształcenie pomiaru przez takie czynniki jak m.in. - alienacja samego rynku akcji od sfery realnej i globalna propagacja cykli spekulacyjnych na największych rynkach kapitałowych świata.

Narodowe rynki kapitałowe stanowią obecnie globalny system naczyń połączonych - pęknięcie bańki na kluczowym rynku świata w jednej części globu (USA w 2001 r. i 2008 r. – Chiny 2015 r.) powoduje natychmiast długotrwałą falę wyprzedaży na innych rynkach. Zachowania stadne zarządzających globalnymi funduszami inwestycyjnymi sprawiają, że zmiany na większości rynków akcji stały się ze sobą skorelowane. Na wspólne zmiany wartości lokalnych indeksów najistotniejszy wpływ wywierają największe rynki kapitałowe (USA). Wskutek negatywnych wydarzeń na tych rynkach, wyprzedawane są także akcje z rynków wyłaniających się (*ang. emerging markets*), pomimo dobrej sytuacji w ich gospodarkach.

**Po trzecie** – obserwowane oderwanie zmian wartości kapitalizacji lokalnych rynków akcji od zmian lokalnego PKB wynika, nie tylko z alienacji przedmiotu działalności spółki, ale przede wszystkim z globalizacji działalności gospodarczej. Różnica wynikająca z korekty globalizacyjnej jest wysoka, stąd należy wyciągnąć wniosek, że w każdym badanym kraju kluczowym czynnikiem alienacji kapitalizacji giełdowej spółek akcyjnych od krajowej sfery realnej, było posiadanie spółek zależnych za granicą i czerpanie zysków z tego tytułu. Zyski zagraniczne powiększały kapitalizację spółek giełdowych w oderwaniu od krajowego PKB.

## 7. Możliwe kierunki dalszych badań

Wskazane wydaje się podjęcie badań dotyczących następujących kwestii:

- klasyczna teoria finansów a cel systemowy przedsiębiorstwa w formie spółki akcyjnej – celowość przywrócenia separacji własności od kontroli wobec awersji do podejmowania tworzących PKB inwestycji w sferę realną;
- globalizacyjne nierównowagi - długoterminowe skutki makroekonomiczne outsourcingu miejsc pracy w krajach *eksporterach kapitału*;
- konsekwencje makroekonomiczne i społeczne bodźców wynikających z *programów motywacyjnych* dla najwyższej kadry zarządzającej spółek akcyjnych;
- efekty zewnętrzne *komodytyzacji* infrastrukturalnych spółek akcyjnych – granice aplikacji doktryny wartości dla akcjonariusza w gospodarce;
- *agenci kontrolują agentów* - problem rozłamu odpowiedzialność za decyzje gospodarcze (kto inny podejmuje decyzje, a kto inny ponosi za nie odpowiedzialność); makroekonomiczne i społeczne efekty sterowania spółkami akcyjnymi za pośrednictwem globalnych rynków kapitałowych;
- koncepcja *Centralnego Globalnego Rejestru Aktywów* Thomasa Pikettego a optymalizacje podatkowe spółek akcyjnych – problem anonimowości własności;
- monopolizacja rynku a procesy demokratyczne – kwestia korporacyjnego lobbingu.

## 8. Spis treści dysertacji

Wprowadzenie.....	7
Rozdział I. Finansyzacja giełdowej spółki akcyjnej.....	17
1. Spółka akcyjna jako uprzywilejowana forma prowadzenia działalności gospodarczej.....	17
2. Uformowanie się spółki akcyjnej finansowanej przez rynki kapitałowe.....	19
3. Finansyzacja giełdowej spółki akcyjnej w literaturze przedmiotu.....	31
4. Przejawy finansyzacji.....	43
4.1. Dyktatura krótkiego terminu - managerial myopia.....	43
4.1. Wynagrodzenia najwyższej kadry menedżerskiej.....	50
4.2. Presja na wzrost zewnętrzny.....	54
4.1. Zmiana sposobu podziału nadwyżki ekonomicznej przedsiębiorstwa.....	63
5. Podsumowanie.....	66
Rozdział II. Alienacja giełdowej spółki akcyjnej od sfery realnej.....	71
1. Definicja alienacji.....	71
2. Naruszenie równowagi: inwestycje - spekulacja.....	74
3. Załamanie aktywności emisyjnej na rynku pierwotnym.....	80
4. Skupy akcji własnych a funkcje rynku kapitałowego.....	86
5. Wartość dla akcjonariusza a inwestycje w sferę realną.....	89
6. Rozdział własności od kontroli a teoria agencji.....	102
7. Prywatyzacja zysków a uspołecznianie kosztów i ryzyka.....	107
8. Finansyzacja spółki akcyjnej a procesy demokratyczne.....	113
9. Finansyzacja a normy moralne i etyczne.....	121
10. Podsumowanie.....	126
Rozdział III. Konwergencja głównych modeli ładu korporacyjnego.....	131
1. Korporatyzm a Variety of Capitalism.....	131
2. Alternatywne modele nadzoru korporacyjnego.....	143
2.1. Tradycyjny model japoński.....	146
2.2. Tradycyjny model niemiecki.....	160
3. Konwergencja modeli ładu korporacyjnego.....	166
4. Rynki kapitałowe jako zarządzający gospodarką.....	172
5. Podsumowanie.....	190
Rozdział IV. Finansyzacja jako czynnik alienacji spółki akcyjnej od sfery realnej.....	199
1. Model konceptualny zjawiska.....	199
2. Model ekonometryczny - opis procedury badawczej.....	201
3. Założenia.....	203
4. Źródła danych użytych do badania.....	204
5. Testowanie rozkładów zmiennych.....	205
6. Wyniki analizy regresji.....	206
7. Weryfikacja H1.....	209
8. Model konceptualny i ekonometryczny a rzeczywistość.....	209
9. Podsumowanie.....	211
Zakończenie.....	215
Spis tabel.....	223
Spis wykresów.....	224
Załącznik I– Tabela z danymi wejściowymi użytymi do analizy regresji.....	225
Załącznik II– Grupa kapitałowa General Electric Company*.....	226
Bibliografia.....	229