

WANDA SKOCZYLAS  
Uniwersytet Szczeciński

## POMIĘDZY SHAREHOLDER VALUE A STAKEHOLDER VALUE

### 1. Wprowadzenie

W teorii i w praktyce gospodarczej obok dwóch koncepcji Shareholder i Stakeholder Value coraz więcej miejsca zajmuje koncepcja zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa. Uważa się, że zapewnienie długoterminowej egzystencji przedsiębiorstwa wymaga konsekwentnego uwzględnienia w zarządzaniu, obok dominujących obecnie w gospodarce rynkowej celów ekonomicznych, także celów socjalnych oraz celów ekologicznych. Uwzględnienie oczekiwań interesariuszy już na etapie budowania strategii jest źródłem takich korzyści jak lepsza reputacja, możliwość zwiększenia marży, utrzymanie wysokokwalifikowanych pracowników oraz lepsza identyfikacji i unikanie ryzyka. W zarządzaniu ryzykiem, w tym wypadku ważne miejsce zajmują odpowiednio skonstruowane systemy wskaźników. Na potrzeby zrównoważonego rozwoju wypracowano szereg rozwiązań systemów wskaźników publikowanych i niepublikowanych. Do tej drugiej grupy należy m.in. strategiczna karta wyników. W warunkach zrównoważonego rozwoju, gdzie obok celów ekonomicznych istotne są cele socjalne i ekologiczne winna ona ulec odpowiedniej modyfikacji. Stąd też celem artykułu było przedstawienie na tle cech dwóch koncepcji Shareholder Value i Stakeholder Value idei koncepcji zrównoważonego rozwoju (Corporate Responsibility) oraz systemów wskaźników, umożliwiających odpowiednie zarządzanie ryzykiem i ukierunkowanie na „maksymalizującą zyski” odpowiedzialność społeczną.

### 2. Istota koncepcji Shareholder Value i Stakeholder Value

W teorii i w praktyce do niedawna funkcjonowały dwie koncepcje ukierunkowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Pierwsza koncepcja określona przez A. Rapaport jako Shareholder Value Approach oznacza ukierunkowanie zarządzania firmą i wybór strategii działania na podstawie kryterium wartości tworzonej dla akcjonariuszy.<sup>1</sup> Głównym celem jest więc maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy. Zadaniem menedżerów jest, w wypadku spółek publicznych, maksymalizacja dochodów akcjonariuszy z tytułu posiadania akcji, tj. wzrost kursu akcji, dywidenda i inne prawa własności.

W odróżnieniu od koncepcji Shareholder Value druga koncepcja Stakeholder Value wywodzi się z modelu „koalicji” R.M. Cyerta i J.G. Marcha.<sup>2</sup> Zgodnie z tą koncepcją celem przedsiębiorstwa i jednocześnie środkiem jego realizacji są - uwzględnione w jednakowym stopniu - interesy jego partnerów. Głównym zadaniem kierownictwa przedsiębiorstwa, przy tak sformułowanym celu, jest więc osiągnięcie pożądanej wielkości zysku, która powinna

---

<sup>1</sup> A. Rapaport: *Shareholder Value. Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung*. Schäffer - Poeschel Verlag, Stuttgart 1995, s.1-15.

<sup>2</sup> R.M. Cyert, J.G. March: *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewoog Cliffs, New York 1963, s. 1-16.

zapewnić bieżące i przyszłe inwestycje oraz przeżycie firmie. Koncepcja Stakeholder Value jest przedmiotem różnorodnych badań. T.M. Jones, A.C. Wicks wyróżniają więc:

1. Deskrypcyjną teorię Stakeholder, która bada rzeczywiste zachowania menedżerów, a więc czy przy podejmowaniu decyzji uwzględniają oni cele większej grupy interesariuszy i jakie motywy wpływają na zachowania menedżerów.
2. Instrumentalną teorię Stakeholder, w której liczą się odpowiednio zbudowane relacje z otoczeniem. Przedsiębiorstwo powiązane na bazie wzajemnego zaufania i kooperacji ze swoimi interesariuszami jest inaczej postrzegane niż inne, którego relacje biznesowe mają odmienny charakter.
3. Normatywna teoria Stakeholder różni się od wcześniej przedstawionych. Podczas, gdy tamte jak „nauki socjologiczne” ukierunkowują się w swoich badaniach bardziej na odpowiednie metody badań to w normatywnej teorii eksponuje się moralne zobowiązania menedżerów wobec interesariuszy. Przy tym interesy wszystkich podmiotów wyrażają „wewnętrzną wartość”.<sup>3</sup>

Z wymienionych T. M. Jones, A.C. Wicks preferuje szczególnie teorię instrumentalną i normatywną. Uważają oni, że tworzone i utrzymywane przez menedżerowie związki przedsiębiorstwa z otoczeniem oparte na pełnym zaufaniu i kooperacji są moralnie właściwe i tworzą korzyści konkurencyjne.<sup>4</sup>

**Tabela 1.** Porównanie koncepcji Shareholder Value i Stakeholder Value

Treść	Shareholder Value	Stakeholder Value
Rozumienie przedsiębiorstwa jako...	Jedność maksymalizująca wartość akcjonariuszy	System socjologiczno-ekologiczny
Cel przedsiębiorstwa	Osiągnięcie celu właścicieli.	Spełnienie (zaspokojenie) interesów (oczekiwań) wszystkich interesariuszy
Długoterminowy cel	Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, która jest zgodna z nadrzędnym celem działalności jakim jest przetrwanie przez rozwój	Długoterminowy rozwój / przetrwanie przedsiębiorstwa
Główni interesariusze	Właściciele	Wszystkie podmioty związane z podmiotem gospodarczym trudne do jednoznacznej identyfikacji, np. menedżerowie, pracownicy, klienci, dostawcy, państwo itd.
Interesy wszystkich podmiotów	Środek maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy	Cel i środek
Kryterium oceny	Jedno	Wiele
Miernik oceny	Wzrost bogactwa akcjonariuszy wyrażony przyrostem wartości przedsiębiorstwa	Zadowolenie wszystkich interesariuszy

<sup>3</sup> T.M. Jones, A.C. Wicks: *Convergent Stakeholder Theory*, w: *Academy of Management Review*, 24 Jg 1999, nr 2, s. 206-221, za: F. Wall, R.W. Schröder: *Zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Herausforderungen für das Controlling?!*, Oldenburg Wissenschaftsverlag, München 2009, s. 6-7.

<sup>4</sup> *Ibidem*, s. 7.

Corporate Governance	Regulacje i zewnętrzny nadzór (kontrolę)	Reprezentanci interesariuszy
Wkład w dobro ogółu przez	Spełnienie indywidualnych interesów	Spełnienie zbilansowanych interesów
Główne problemy	Konflikty interesów i asymetria informacji pomiędzy właścicielami i menedżerami Możliwość manipulacji. Błędne powiązania z operatywnymi celami Słaba zdolność przetwarzania Złe image	Zrównoważenie interesów różnych podmiotów Niejednorodność interesariuszy Brak przejrzystości, złożoność Błędna konkretyzacja celu Problem akceptacji w zarządzaniu

Źródło: opracowanie własne na podstawie F. Wall, R.W. Schröder: Zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Herausforderungen für das Controlling?!, op.cit., s. 7.

Przedstawione koncepcje Shareholder Value i Stakeholder Value mają swoje zalety ale też nie są pozbawione wad. Bezsprzecznym walorem pierwszej z nich, a więc koncepcji Shareholder Value, jest jednoznaczny, mierzalny cel przedsiębiorstwa, którym są wyszacowane, zdyskontowane wolne przepływy pieniężne przynależne właścicielom i wierzycielom pomniejszone o rynkową wartość długu lub też zdyskontowane wolne przepływy pieniężne przynależne tylko właścicielom. Ich wielkość umożliwia porównanie różnych strategii i tym samym wybór najkorzystniejszego, z tego punktu widzenia, kierunku rozwoju przedsiębiorstwa.

Należy zaznaczyć, że jednoznaczne ukierunkowanie na tworzenie wartości dla akcjonariuszy może być źródłem długotrwałego sukcesu tylko wówczas, gdy maksymalizacja ich żądań jest jednocześnie maksymalizacją roszczeń innych interesariuszy zainteresowanych działalnością gospodarczą podmiotów. Cel tak sformułowany wymaga więc uczciwego traktowania wszystkich zainteresowanych przyszłością firmy, a więc zarówno akcjonariuszy jak i menedżerów czy też wierzycieli. Akcjonariusze angażują swój kapitał i ponoszą ryzyko jego utraty. Oni też jako ostatni po klientach, pracownikach, dostawcach, kooperantach, wierzycielach i państwie partycypują w wielkości wypracowanej nadwyżki. Właściciele też są jedyną grupą, która posiada informacje o preferencjach i oczekiwaniach wszystkich innych uczestników procesu, żeby podjąć korzystne dla siebie decyzje. Akcjonariusze mają też najsilniejszą motywację do takiego zarządzania zasobami siły roboczej i kapitału, aby przedsiębiorstwo w długim okresie osiągnęło przewagę konkurencyjną.

Wartość dla akcjonariuszy zawiera w sobie ważne strategiczne wielkości, tj. wartość pieniądza w czasie, koszt kapitału własnego, czy rynkowa wartość aktywów trwałych. Podstawy podejmowania decyzji tkwią więc w procesie planowania. Na wyprzedzeniu pojawiają się więc problemy decyzyjne wymagające rozwiązania, tj. zablokowanie wrogiego przejęcia lub też zmiana menedżera.

Mankamentem jest w tym wypadku mała akceptacja założeń Shareholder Value przez społeczeństwo oraz różne często cele menedżerów oraz właścicieli (teoria agencji). W odróżnieniu od przedstawionej koncepcji Shareholder Value w koncepcji Stakeholder Value przedsiębiorstwo traktowane jest jako instytucja publiczna, która ponosi oprócz innych także odpowiedzialność socjalną i polityczną. Z tego też powodu muszą być włączone w proces planowania strategicznego wszystkie grupy interesariuszy. Odpowiada to idei socjalnej i politycznej odpowiedzialności europejskich dużych przedsiębiorstw.

Zainteresowanie koncepcją Stakeholder Value w nowoczesnych teoriach uzasadniane było dwojako, a mianowicie:

1. Rozpatrywaniem przedsiębiorstwa jako zorganizowanej grupy, a nie wyłącznego instrumentu właścicieli. Jeżeli w grę wchodzi nie tylko właściciele, ale także i inne grupy, to główny cel tworzenia wartości dla właścicieli, należy zastąpić celem wyrażającym się w tworzeniu wartości na rzecz podmiotów pozostających w otoczeniu przedsiębiorstwa. Odpowiada to teorii przedsiębiorstwa E. Schmalenbacha, której ideę można sformułować następująco: „Jak wytworzyć ten produkt najbardziej gospodarnie”.<sup>5</sup> W tym kontekście chodzi więc o organizację ukierunkowaną na gospodarność.
2. Występowaniem nieefektywnych rynków, a więc i podstaw rzetelnej wyceny interesów wszystkich podmiotów pozostających w otoczeniu przedsiębiorstwa. W tej sytuacji występują przesłanki tradycyjnego rozumienia i funkcjonowania przedsiębiorstwa. Na przykład W. Riger określił takie przedsiębiorstwo jako organizację do osiągania przychodów pieniężnych (zysków) z udziału w życiu gospodarczym. Jeżeli więc mówi się o celu przedsiębiorstwa, to może nim być tylko osiągnięcie zysku dla właściciela.<sup>6</sup>

Przedstawione przesłanki nabrały znaczenia ostatnio wobec takich zjawisk, jak:

- zmiany klimatyczne, które oddziałują na wiele obszarów życia i są centralnym celem polityki oraz gospodarki w następnych latach,
- zmiany demograficzne, wyrażające się brakiem wykwalifikowanych pracowników w niektórych dziedzinach oraz zmianami na rynku pracy, polegającymi na zwiększonym popycie na pracę,<sup>7</sup>
- umiędzynarodowienie powiązań gospodarczych i wynikająca z tego heterogeniczność grup interesu, przekraczająca granice państw i często kulturę tworzenie wartości,
- wysoka wrażliwość społeczeństwa, inwestorów i klientów dla społecznych konformistycznych zachowań przedsiębiorstwa,
- nowe, prawne wymagania odnośnie zarządzania przedsiębiorstwem i składania sprawozdawczości.<sup>8</sup>

Nie bez znaczenia dla dyskusji odnośnie zmiany celu przedsiębiorstwa był też przesłanki powstania kryzysu finansowego, który ostatnio przekształca się w kryzys dłużny lub nawet w globalny kryzys ekonomiczny.

Efektym wymienionych trendów i zmian jest coraz szersza akceptacja koncepcji zrównoważonego rozwoju.

---

<sup>5</sup> E. Schmalenbach: *Die Privatwirtschaftslehre als Kunstlehre*, ZfhF 1911 nr 6.

<sup>6</sup> W. Riegel: *Einführung in die Privatwirtschaftslehre*, Wyd 3 zmienione, Erlangen 1964, s. 44.

<sup>7</sup> F. Wall, R.W. Schröder: *Zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Herausforderungen für das Controlling?!*, w: *Controlling Shareholder Value und Stakeholder Value. Neue Anforderungen, Konzepte und Instrumente*, op.cit., s. 5.

<sup>8</sup> T. Reichmann M. Kifler: *Sustainability –controlling*, *Controlling* 2010, nr 2, s. 104-106.

### 3. Koncepcja zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa

Zapewnienie długoterminowej egzystencji przedsiębiorstwa wymaga w zarządzaniu uwzględnienia obok dominujących w gospodarce rynkowej celów ekonomicznych także celów socjalnych oraz celów ekologicznych. Przedsiębiorstwo jako wytwórca dóbr i usług, pracodawca i partner w procesach gospodarczych jest głównym twórcą dobrobytu. W związku z tym głównym celem pozostaje długoterminowe wypełnianie oczekiwań właścicieli odnośnie poziomu rentowności. Z tym jednak, że silniej akcentowane są pozostałe długoterminowe czynniki decydujące o przetrwaniu i rozwoju przedsiębiorstw. Pracownicy odpowiednio wykwalifikowani są często jedynym czynnikiem przewagi konkurencyjnej. O długoterminowym trwaniu decyduje też odpowiednio uwzględniania sfera socjalna, a w tym sprawiedliwy podział wytworzonej wartości, jak i działania w zakresie ekologii. Strategia przedsiębiorstwa, zawierająca wymienione trzy grupy celów zgodna z podstawowymi kompetencjami przedsiębiorstwa tworzy bazę strategicznej przewagi konkurencyjnej i jest decydująca dla zapewnienia długoterminowej egzystencji każdej organizacji (rys.1).<sup>9</sup>

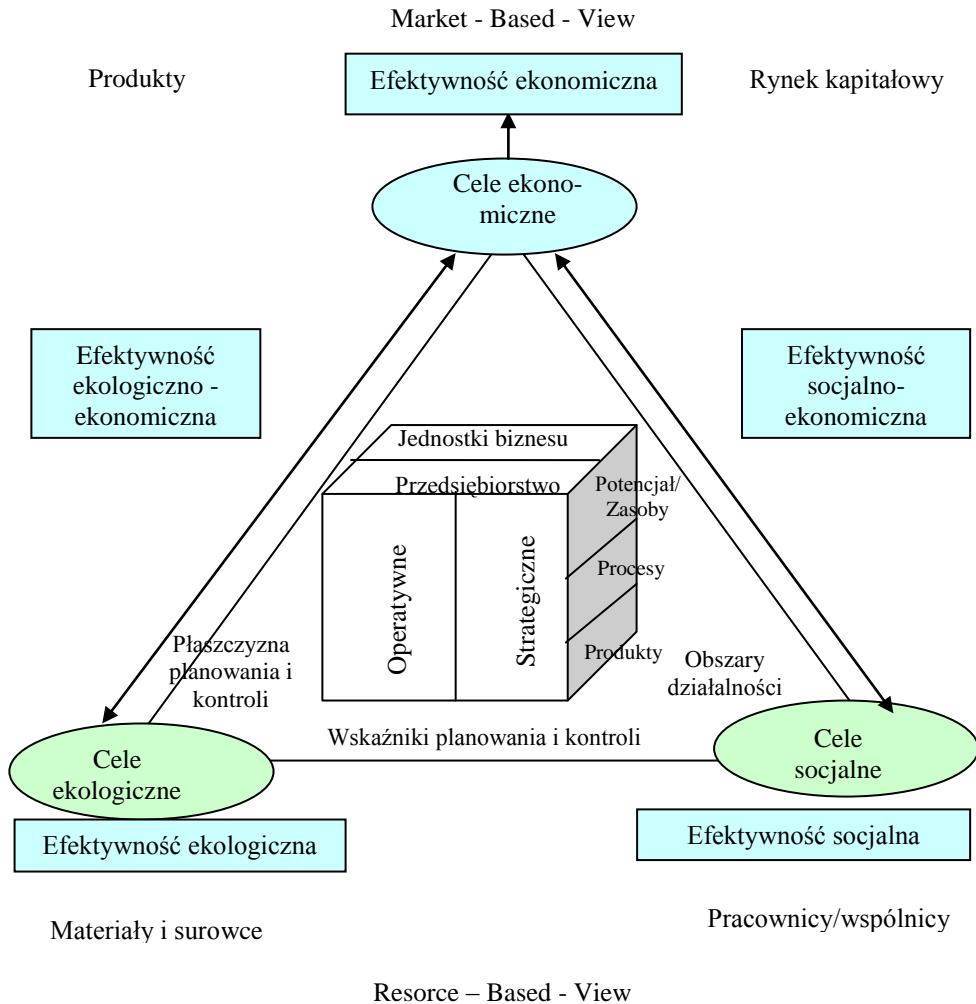
Jak wynika z rysunku 1 w zarządzaniu zrównoważonym rozwojem cele ekonomiczne w dalszym ciągu zajmuje przodujące miejsce. Taka interpretacja celów zawarta jest też w niemieckim Kodeksie Corporate Governance, gdzie stwierdza się, że zarząd poprowadzi przedsiębiorstwo na własną odpowiedzialność w interesie przedsiębiorcy, którym jest w pierwszej kolejności akcjonariusz, swoich pracowników i pozostałych interesariuszy zgodnie z celem długoterminowego przyrost wartości przedsiębiorstwa.<sup>10</sup> Podobnie w polskim Kodeksie Nadzoru Korporacyjnego sformułowany jest cel funkcjonowania spółki. W punkcie I zapisane zostało: „Podstawowym celem funkcjonowania spółki powinno być działanie we wspólnym interesie wszystkich akcjonariuszy, rozumianym jako tworzenie wartości dla akcjonariuszy”.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> M.E. Porter, M.R. Kramer: *Corporate Social Responsibility*, *Harvard Business Manager* 2007, nr 85, s. 25, za: T. M. Fischer, A. Sawczyn, B. Brauch: *Nachhaltigkeit und Sustainability Accounting*, w: F. Wall, R.W. Schröder: *Zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Herausforderungen für das Controlling?*, op. cit., s. 263.

<sup>10</sup> *Deutscher Corporate Governance – Kodex*, pkt 4.1.1. <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/4.html>.

<sup>11</sup> *Kodeks Nadzoru Korporacyjnego*, [http://www.monitorprawniczy.pl/index.php?cid=25&id=1528&mod=m\\_artykuly](http://www.monitorprawniczy.pl/index.php?cid=25&id=1528&mod=m_artykuly).



**Rys.1.** *Trójkąt zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa*

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. M. Fischer, A. Sawczyn, B. Brauch: Nachhaltigkeit und Sustainability Accounting, w: F. Wall, R.W. Schröder: Zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Herausforderungen für das Controlling?!, op. cit., s. 264 oraz T. Reichmann M. Kibler: Sustainability – controlling, Controlling 2010, nr 2, s. 104-106.

Długoterminowany przyrost wartość przedsiębiorstwa możliwy jest wówczas, gdy rozwój ekonomiczny, powiązany jest z rozwojem socjalnym i ekologicznym. Dotyczy to całego przedsiębiorstwa jak i poszczególnych, strategicznych jednostek biznesu. W każdym wypadku uzależniony jest on od uzgodnionych celów interesariuszy. Stąd też zasadnym jest ich współdziałanie przy planowaniu, sterowaniu i kontroli.

W przedstawionym systemie celów uwzględnione są cele dotyczące efektywności poszczególnych obszarów, ale też efektywności połączonych obszarów, tj. efektywność ekologiczno-ekonomiczna oraz socjalno-ekonomiczna. Efektywność ekonomiczną jest wyrażona klasycznym celem działalności przedsiębiorstwa, najczęściej przyrostem rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Efektywność ekologiczna oznacza osiągnięcie określonych celów odnośnie poszczególnych aspektów ochrony środowiska naturalnego, tj. jakość wód oraz powietrza i ich ochrona, ochrona powierzchni ziemi i surowców naturalnych, jakość i ochrona klimatu akustycznego, ochrona przyrody i krajobrazu oraz gospodarowanie przestrzenne czy ochrona przed promieniowaniem i nadzwyczajne zagrożenia środowiska. Ze względu na ograniczone zasoby i zdolność przyjęcia odpadów poszukuje się rozwiązań, które zredukują do minimum negatywne oddziaływania przedsiębiorstw. Efektywność socjalna odpowiada natomiast żądaniom interesariuszy, wobec których przedsiębiorstwo powinno zachować określony standard, a więc na przykład w przypadku pracowników są to odpowiednie warunki pracy. Efektywność socjalna i ekologiczna związana jest więc z zasobami osobowymi i rzeczowymi przedsiębiorstwa. One też są istotnych warunkiem efektywności socjalno-ekonomicznej oraz ekologiczno-ekonomicznej. Pierwsza określona jest stosunkiem między sumą wszystkich negatywnych socjalnych oddziaływań, wynikających z wytwarzania produktów lub świadczenia usług i wartości dodanej (liczba dni zwolnień lekarskich przypadająca na jednego zatrudnionego). Druga rozumiana jest jako relacja odpowiednio wyrażonego obciążenia środowiska naturalnego do osiągnięcia określonej wartości, np. emisja CO<sub>2</sub> w mln ton w stosunku do wartości dodanej. Osiągnięcie założonej efektywności socjologiczno-ekonomicznej i ekologiczno-ekonomicznej może być źródłem znacznych korzyści dla przedsiębiorstwa. Ważnym elementem jest wówczas osiągnięcie określonej przewagi kosztowej dzięki efektywnemu wykorzystaniu zasobów, które otwierają dostęp do nowych grup klientów, wdrażaniu innowacji jak i wzrostowi motywacji pracowników, prowadzącej do ich stabilności.<sup>12</sup>

Nowe teorie zrównoważonego rozwoju dowodzą, że przedsiębiorstwa koncentrują się „maksymalizującej zyski” społecznej odpowiedzialności. Przedsiębiorstwa odpowiedzialnie społecznie mają z tego tytułu korzyści, takie jak lepsza reputacja, możliwość zwiększenia marży, utrzymanie wysoko wykwalifikowanych pracowników oraz najważniejsze jakim jest identyfikacja ryzyka i jego uniknięcie. Odpowiedzialność społeczna przenosi się pośrednio na oszczędność kosztów, przewagę konkurencyjną oraz zyski.

#### 4. Systemy wskaźników uwzględniające społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstwa

Zarządzanie ryzykiem w koncepcji zrównoważonego rozwoju jest możliwe dzięki odpowiednio skonstruowanym systemom wskaźników. W teorii i w praktyce proponuje się szereg rozwiązań systemów wskaźników. Jednym z nich jest są indeksy społecznej odpowiedzialności. Należą do nich m.in. KLD's Domini 400 Social, FTSE-Indizes, Dow Jones Sustainability Index, Calvert Social Index, SRI-Rating, SRI -Fonds<sup>13</sup> czy strategiczna karta wyników.

<sup>12</sup> T. M. Fischer, A. Sawczyn, B. Brauch: *Nachhaltigkeit und Sustainability Accounting*, w: F. Wall, R.W. Schröder: *Zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Herausforderungen für das Controlling?*, op. cit., s. 264-265.

<sup>13</sup> A. Bassen, A.M. Kovacs: *Corporate Responsibility als Kennzahlensystem*, w: F. Wall, R.W. Schröder: *Controlling Shareholder Value und Stakeholder Value. Neue Anforderungen, Konzepte und Instrumente*, op.cit., s. 310-315.

Strategiczna - ale też tłumaczona jako zbilansowana - karta wyników wydaje się, że łączy walory akceptowanej jednokryteryjnej koncepcji Shareholder Value i wielokryteryjnej, kompleksowej koncepcji Stakeholder Value. Zgodnie z jej założeniami skuteczna realizacja strategii jest możliwa wówczas, gdy przedsiębiorstwo zdefiniuje cele i określi sposoby ich pomiaru na czterech płaszczyznach, tj. finansowej, klientów, procesów wewnętrznych i uczenia się i rozwoju. Jej celem jest więc zapewnienie równowagi pomiędzy tymi czterema płaszczyznami. Obok więc wielkości finansowych, które prowadzą do tworzenia bogactwa dla akcjonariuszy pojawiają się inne wartości ilościowe (ale nie monetarne) oraz jakościowe wielkości, określane także jako „miękkie” generatory wartości, które umożliwiają wgląd w bliskie strategii aspekty, jak np. zadowolenie klientów czy też pracowników.<sup>14</sup> W ten sposób są zidentyfikowani i uwzględnieni jednoznacznie ważni interesariusze i ich cele. Cele te powiązane w zależności przyczynowo-skutkowe dają jednolitą wykładnię dla realizacji celu akcjonariuszy przy zapewnieniu Trade-Offs między interesami różnych grup. W ten sposób unika się braku jednoznaczności i kompleksowości. Działanie na rzecz maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, w tym kontekście, eksponuje długoterminowe wyniki, a nie krótkoterminowe cele. Obok wielkości finansowych są też wielkości niefinansowe, zrozumiałe dla bezpośrednich ich realizatorów generatory przyszłych wyników.

W tradycyjnej, strategicznej karcie wyników uwzględniane są jednak interesy właścicieli oraz interesariuszy bezpośrednio powiązanych z procesem gospodarczym, tj. klienci, pracownicy, dostawcy. Odpowiedzialność socjalna i polityczna europejskich przedsiębiorstw, będąca podstawą idei zrównoważonego rozwoju, wymaga by w strategicznej karcie wyników uwzględnić również cele i mierniki dotyczące sfery socjalnej i ekologicznej.

Uwzględnienie przedstawionych, odpowiednio skwantyfikowanych celów powoduje, że staje się ona zrównoważoną strategiczną kartą wyników. Problemem pozostaje sposób uwzględnienia celów socjalnych, ekologicznych w tej karcie. W literaturze proponuje się trzy rozwiązania, a więc:

- uwzględnienie dodatkowych celów we wcześniejszych perspektywach,
- rozszerzenie wcześniejszych perspektyw,
- zmianę treści i pojęcia konwencjonalnych perspektyw<sup>15</sup>.

Tak skonstruowana wydaje się być dobrym narzędziem uwzględniania interesów wszystkich podmiotów dla zapewnienia długoterminowego tworzenia wartości dla akcjonariuszy.

## 5. Podsumowanie

Ukierunkowanie działalności gospodarczej przedsiębiorstwa na tworzenie wartości dla akcjonariuszy nie musi oznaczać nieuwzględniania oczekiwań pozostałych interesariuszy. Wręcz przeciwnie długotrwały, zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa wymaga odpowiedniego powiązania odpowiedzialności ekonomicznej, socjalnej i ekologicznej. Uwzględnienie priorytetowej pozycji akcjonariuszy pozwala uniknąć chaosu, wynikającego z wielokryterialności celu. Jednoczesne włączenie pozostałych interesariuszy w proces

<sup>14</sup> R.S. Kaplan, D.P. Norton: *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

<sup>15</sup> T.M Fischer, R. Huber, A. Sawczyn: *Nachhaltige Unternehmensführung als Herausforderung für das Controlling*, op.cit.



planowania i kontroli wzmacnia ich pozycje i pozwala aktywnie kształtować długoterminowy rozwój z zachowaniem przewagi kosztowej i realizacji celów pracowników, współpracowników i ochrony zasobów. Instrumentem umożliwiającym odpowiednie zarządzanie ryzykiem są wskaźniki publikowane oraz systemy wskaźników w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Do tych drugich należy strategiczna karta wyników. Jak wykazano pozwala ona połączyć cel finansowy właścicieli jakim jest maksymalizacja ich bogactwa z uzgodnionymi w trakcie planowania i kontroli celami niefinansowymi pozostałych interesariuszy. W realizacji zrównoważonego rozwoju wymagana jest stosowna modyfikacja tego instrumentu. Wybór w konkretnym wypadku kierunków modyfikacji pozostaje w rękach decydentów i dostosowany powinien być do konkretnych warunków zarządzania przedsiębiorstwem.

## 6. Literatura

- [1] Cyert R.M., March J.G.: *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewoog Cliffs, New York 1963.
- [2] Deutscher Corporate Governance – Kodex, pkt 4.1.1. <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/4.html>.
- [3] Jones T.M., Wicks A.C.: *Convergent Stakeholder Theory*, w: *Academy of Management Review*, 24 Jg 1999, nr 2.
- [4] Kaplan R.S., Norton D.P.: *Strategiczna karta wyników. Jak przelożyć strategię na działanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN. Warszawa 2001.
- [5] Kodeks Nadzoru Korporacyjnego, [http://www.monitorprawniczy.pl/index.php?cid=25&id=1528&mod=m\\_artykuly](http://www.monitorprawniczy.pl/index.php?cid=25&id=1528&mod=m_artykuly).
- [6] Porter M.E., Kramer M.R.: *Corporate Social Responsibility*, Harvard Business Manager 2007, nr 85.
- [7] Rapaport A: *Shareholder Value. Wertsteigerung als Massstab für die Unternehmensführung*. Schäffer - Poeschel Verlag, Stuttgart 1995.
- [8] Reichmann T. Kifler M.: *Sustainability –controlling*, Controlling 2010, nr 2.
- [9] Riegel W.: *Einführung in die Privatwirtschaftslehre*, Wyd 3 zmienione, Erlangen 1964.
- [10] Schmalenbach E.: *Die Privatwirtschaftslehre als Kunstlehre*, ZfhF 1911 nr 6.
- [11] Wall F., Schröder R.W.: *Zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Neue Herausforderungen für das Controlling?!*, Oldenburg Wissenschaftsverlag, München 2009.

## Streszczenie

*Obok dwóch, tradycyjnych koncepcji Shareholder i Stakeholder Value funkcjonuje obecnie koncepcja zrównoważonego rozwoju. Działanie w długim okresie jest korzystne dla właścicieli, gdy rzeczywiście, dobrowolnie uwzględnią się oczekiwania interesariuszy już na etapie budowania strategii. Przedsiębiorstwa odpowiedzialnie społecznie mają z tego tytuł korzyści, takie jak lepsza reputacja, możliwość zwiększenia marży, utrzymanie wysoko wykwalifikowanych pracowników oraz najważniejsze jakim jest identyfikacja ryzyka i jego uniknięcie. Zarządzanie ryzykiem w koncepcji zrównoważonego rozwoju jest możliwe dzięki odpowiednio skonstruowanym systemom wskaźni-*

*ków. W artykule przedstawienie na tle cech dwóch koncepcji Shareholder Value i Stakeholder Value ideę koncepcji zrównoważonego rozwoju (Corporate Responsibility) oraz systemy wskaźników publikowanych oraz niepublikowanych umożliwiających odpowiednie zarządzanie ryzykiem i ukierunkowanie na „maksymalizującą zyski” odpowiedzialność społeczną.*

**Słowa kluczowe:** wartość dla akcjonariuszy, wartość dla wszystkich interesariuszy, społeczna odpowiedzialność, zrównoważona karta dokonań.

## **BETWEEN SHAREHOLDER VALUE AND STAKEHOLDER VALUE**

### Summary

*Nowadays, beside two traditional concepts of Shareholder and Stakeholder Value, is now the concept of sustainable development. Long term action benefits to the owners, when the expectations of stakeholders are truly and voluntarily taken into account already at the stage of building strategy. Social responsible companies have benefits such as better reputation, able to increase margins, maintaining the highly skilled workers and the most important is the identification of risk and its avoiding. Managing risk in the concept of sustainable development is possible thanks to a suitably constructed systems of indicators. First of all, in the article is presented the concept of sustainable development (Corporate Responsibility) in the background of two dominant concepts: Shareholder Value and Stakeholder Value. Second, the systems of published and unpublished indicators to enable the relevant risk management and "maximizing profits" targeting into social responsibility.*

**Keywords:** Shareholder Value, Stakeholder Value, Corporate Responsibility, Balanced Scorecard.

*Translated by Wanda Skoczylas*

WANDA SKOCZYLAS  
Uniwersytet Szczeciński  
e-mail: wanda@wneiz.pl