

AGNIESZKA MAJEWSKA

magnes@wneiz.pl

Zjawisko krótkookresowości na rynku kapitałowym – motywy i implikacje

Short-Termism on the Capital Market – Motives and Implications

Słowa kluczowe: krótkookresowość, struktura akcjonariatu, krótkookresowy zysk

Keywords: short-termism, shareholder structure, short-term earnings

Kod JEL: G10, G30, G32

Wstęp

Podmioty rynku kapitałowego czy – szerzej ujmując – rynku finansowego charakteryzują różne zachowania. Jednak zarówno inwestorzy, którzy wolne środki angażują w nabywanie udziałów w spółkach, jak i spółki będące biorcą kapitału mają ten sam cel – maksymalizować swoje korzyści. Podstawową kategorią wskazującą na osiąganie korzyści jest zysk. Problem pojawia się, gdy zaczynamy traktować go jako cel do osiągnięcia na kolejny okres. Na dalszy plan odchodzi wówczas długoterminowa strategia [Rappaport, 2015]. Szkodzi to zarówno spółkom, inwestorom, jak i całej gospodarce. O ile na poziomie małej liczby firm czy inwestorów jest to nieefektywna alokacja kapitału, o tyle nastawienie na krótkookresowe korzyści wykazywane przez wiele podmiotów obniża potencjał całej gospodarki.

Celem artykułu jest identyfikacja efektów działań prowadzących do nadmiernego koncentrowania się uczestników rynku kapitałowego na korzyściach krótkoterminowych. W oparciu o dostępną literaturę zostaną wyodrębnione działania przyczynia-

jące się do nasilania się zjawiska krótkookresowości. Można sformułować hipotezę, że skupianie się uczestników rynku kapitałowego na celach bieżących i pomijanie bądź niedostateczne uwzględnianie celów długoterminowych prowadzi do większych nadużyć i rotacji pracowników. Rozważania prowadzone w artykule, oprócz analizy i diagnozy badanego zjawiska, wskażą możliwe działania przyczyniające się do większego zorientowania podmiotów rynku na celach długoterminowych.

1. Zjawisko krótkookresowości

Zagrożenie działaniami zorientowanymi na osiągnięcie krótkoterminowych korzyści nabrało szczególnego znaczenia po ostatnim kryzysie finansowym. Problematyka uwzględniania przez podmioty rynku korzyści krótko- i długookresowych jest jednak obecna w literaturze od dziesięcioleci. Wzmiankę o preferencji obecnej konsumpcji można znaleźć już w pracy A. Marshalla z 1890 r., w której jeden z rozdziałów jest poświęcony zagadnieniu wyboru między natychmiastowym a odroczonym użyciem dóbr [Marshall, 2014, s. 98–102]. Finanse behawioralne oznaczają takie zjawisko mianem efektu *status quo* [Rabin, 1996; Majewski, 2009].

Obecnie badania odnoszące się do zjawiska krótkookresowości można pogrupować według trzech obszarów:

1. Badanie zachowań spółek publicznych [Miles, 1993; Graham, Harvey, Rajgopal, 2005; Gao, 2013; Poccock, 2013; *Short-Termism in Business...*, 2014].
2. Badanie zachowań inwestorów [Dallas, 2012; Isaksson, Çelik, 2013; Ghai, Tarnowski, Tétrault, 2011].
3. Ogólne rozważania o krótkookresowości [Miles, 1993; Rappaport, 2011; Correia, 2014].

W kontekście zorientowania uczestników rynku na krótkookresowy zysk najwięcej badań jest prowadzonych w pierwszym obszarze. Najczęściej są to badania ankietowe obejmujące zachowania kadry zarządzającej. Z kolei badanie zachowań inwestorów odnosi się do zmian struktury akcjonariatu, czasu inwestowania na giełdzie oraz analizowania stóp zwrotu z różnych aktywów.

Zmiana otoczenia spowodowała, że zjawisko krótkookresowości zaczęło być coraz silniejsze. Szybko zmieniające się warunki zewnętrzne i wewnętrzne wymuszają na uczestnikach rynku natychmiastowe reakcje. Często decyzje podejmowane pod wpływem emocji (szczególnie dotyczy to inwestorów giełdowych) nie służą długoterminowemu wzrostowi.

Literatura przedmiotu, odnosząc się do czynników sprzyjających działaniom krótkookresowym, łącznie podaje wszystkie elementy. Wśród nich najczęściej wymienia się [Atherton, Lewis, Plant, 2007; Dallas, 2012; *Financial Globalization...*, 2013; *Short-Termism in Business...*, 2014; Gigler i in., 2014]:

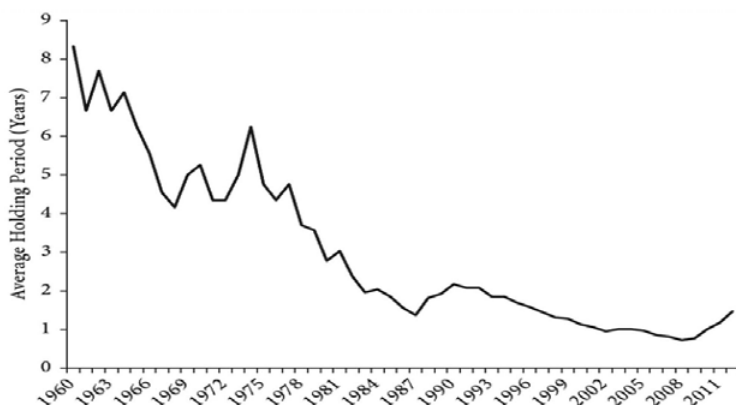
- rozwój nowych technologii,
- umiędzynarodowienie rynków giełdowych,

- wzrost konkurencji,
- zmianę struktury akcjonariatu,
- krótkie okresy raportowania,
- brak długookresowych bodźców motywacyjnych.

Pierwsze trzy czynniki należą do zewnętrznego otoczenia funkcjonowania rynku kapitałowego i są również ogólnymi determinantami zmian rynku. Z kolei trzy kolejne wiążą się z działaniami zachodzącymi wewnątrz spółek i często są wynikiem zmian dokonujących się na rynku. Rozwój nowych technologii sprawił, że przeprowadzanie wszelkich operacji finansowych jest łatwiejsze i tańsze. Skrócił się czas przeprowadzania transakcji, obniżył ich koszt oraz zwiększył dostęp. Media dostarczające ogromnej masy informacji sprawiają, że chcemy reagować na każdą z nich. Zwiększył się również zasięg naszych operacji. Wiąże się to z umiędzynarodowieniem rynków giełdowych, co niewątpliwie ma swoje odzwierciedlenie w strukturze akcjonariatu. Z kolei wzrost konkurencji przyczynia się do prowadzenia agresywnej księgowości i stosowania krótkookresowych bodźców motywacyjnych. Stąd trudno oddzielić czynniki zewnętrzne od wewnętrznych, które sprzyjają zjawisku krótkookresowości. Najczęściej między nimi zachodzą sprzężenia zwrotne i są to związki współzależności.

2. Efekt działań krótkookresowych

Bezpośrednim skutkiem działań krótkookresowych jest obniżenie przeciętnego czasu trwania inwestycji. Na rys. 1 przedstawiono średni okres inwestowania na giełdzie NYSE w latach 1960–2012.



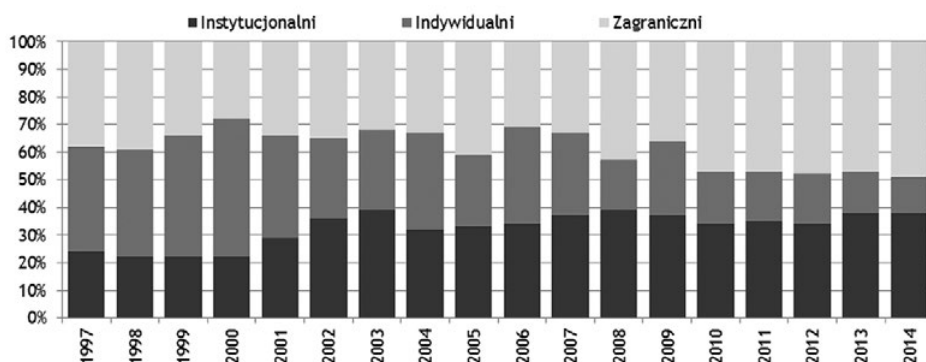
Rys. 1. Średni okres inwestowania na giełdzie NYSA w latach 1960–2012

Źródło: [NYSE overview statistics, za: Fong, 2014].

Na przestrzeni ponad 50 lat czas inwestycji obniżył się z ponad ośmiu lat w 1960 r. do około 7,5 miesiąca w 2010 r. W kolejnych latach można zauważyć

nieznaczne wydłużanie czasu przetrzymywania aktywów. Charakterystyczne jest utrzymywanie się od obecnego stulecia przeciętnego czasu inwestowania na poziomie około jednego roku.

Skrócenie przeciętnego czasu trwania inwestycji, niewątpliwie wynikające z możliwości dokonywania transakcji w ułamkach sekund, wiąże się również ze zmianą struktury akcjonariatu. Obecnie dominującą grupą na rynku kapitałowym są inwestorzy instytucjonalni i zagraniczni [Brancato, Rabimov, 2005]. Tendencja ta jest charakterystyczna dla rynków na całym świecie. W Wielkiej Brytanii udział inwestorów instytucjonalnych na przestrzeni 50 lat wzrósł blisko dwukrotnie (z 46% w 1960 r. do 89% w 2010 r.), natomiast w Stanach Zjednoczonych – aż czterokrotnie (z 16% w 1960 r. do 60% w 2010 r.). Odnosząc się do szczegółowych danych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, pomimo krótkiej historii rynku w porównaniu do giełdy amerykańskiej czy angielskiej, także można zauważyć systematyczny wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych (rys. 2).



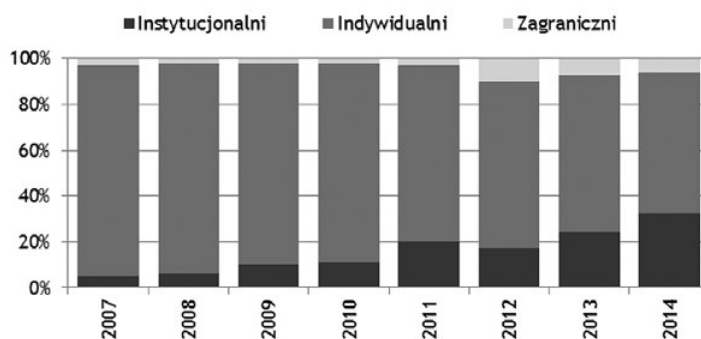
Rys. 2. Udział różnych grup inwestorów w obrotach na GPW w latach 1997–2014 (akcje, Rynek Główny)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.gpw.pl].

W odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych w badanym okresie można zauważyć blisko dwukrotny wzrost (z ok. 20% do 40%). Niepokojący jest znaczny spadek udziału inwestorów indywidualnych (z 40% do 10%).

Na rynku NewConnect, na którym przez pierwsze dwa lata funkcjonowania inwestorzy indywidualni stanowili ponad 90%, w 2014 r. ich udział również zmniejszył się do 60%. Podobnie jak na Ryнку Głównym największy przyrost udziału wystąpił dla inwestorów instytucjonalnych (rys. 3).

Zmiana struktury akcjonariatu, w której dominujący udział mają inwestorzy instytucjonalni, wiąże się ze znaczną koncentracją własności. Z jednej strony motywuje ona dużych akcjonariuszy do aktywności w spółce czy monitorowania zarządzających, z drugiej jednak może prowadzić do pewnych nadużyć, takich jak wykorzystywanie informacji poufnych czy manipulowanie kursami akcji. Dodat-



Rys. 3. Udział różnych grup inwestorów w obrotach na GPW w latach 2007–2014 (akcje, NewConnect)

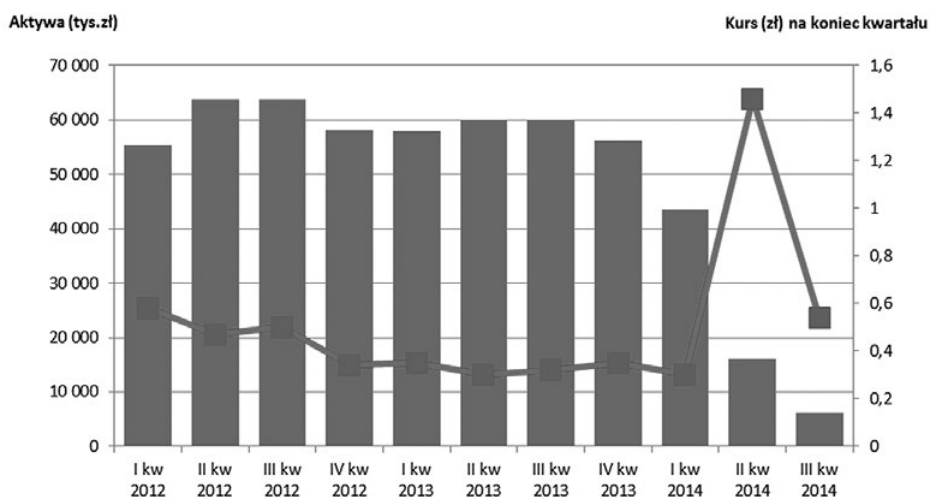
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.gpw.pl].

kowo inwestorzy instytucjonalni, którym zostały powierzone prywatne pieniądze, mogą ulegać presji osiągnięcia okresowych zysków w obawie przed ucieczką kapitału. Skrócenie czasu trwania inwestycji w dużej mierze wynika z transakcji dokonywanych właśnie przez inwestorów instytucjonalnych. Fundusze inwestycyjne, emerytalne czy banki, dysponując dobrym zapleczem analitycznym, są w stanie korzystać z najmniejszych okazji do zarobku, przesuając ogromne kapitały już nawet nie w ciągu dnia, lecz w sekundach czy nanosekundach. Wskaźnik określany mianem *high frequency trading* (HFT) w 2009 r. stanowił blisko 60% całkowitej wielkości obrotów na rynku akcji w Stanach Zjednoczonych [Lash, Spicer, 2009]. W Europie według Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (*International Organization of Securities Commissions* – IOSCO) handel wysokiej częstotliwości w 2010 r. stanowił około 38% całkowitego wolumenu obrotów przy ciągłym trendzie wzrostowym [Regulatory Issues..., 2011]. Obecnie HFT jest uważany nie tylko za element postępu technologicznego, lecz również jest postrzegany jako strategia inwestycyjna, której cel jest nadzwyczaj krótkoterminowy.

3. Koncentracja na wynikach krótkoterminowych a nadużycia uczestników rynku

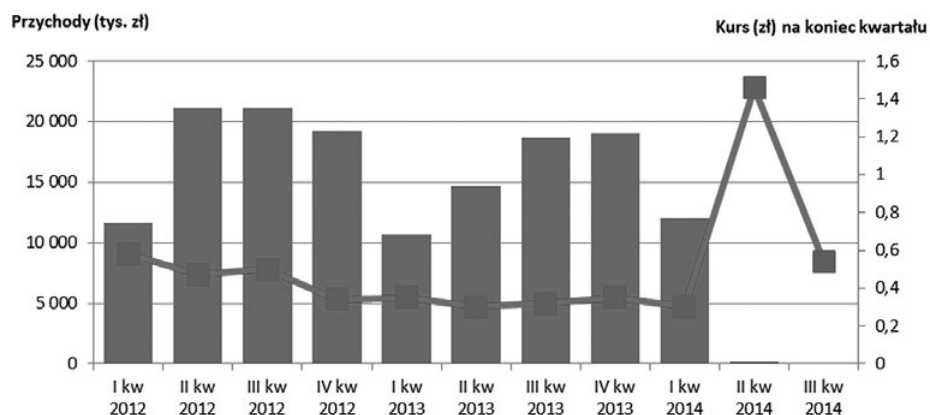
W odniesieniu do nadużyć uczestników rynku kapitałowego można znaleźć wiele przykładów wskazujących jednocześnie na krótkowzroczność podejmowanych działań. Szczególnie dotyczy to inwestorów posiadających znaczne udziały w spółkach. Zdarza się, że są to działania mające nawet znamiona przestępstwa. Przykładem może być spółka Investment Friends S.A. Inwestorzy posiadający większościowe udziały w spółce swoimi zleceniami wprowadzili w błąd pozostałych uczestników rynku co do rzeczywistego popytu. Około 60% obrotów wygenerowało dwóch inwestorów w transakcjach, które zawarli między sobą. W ciągu kilku tygodni kurs akcji wzrósł o blisko 300%. Podejrzenie manipulacji kursami akcji Investment Friends

S.A. zawierał komunikat KNF z 14 sierpnia 2014 r. Na uwagę zasługuje fakt, że przed wzrostem kursów akcji wskaźniki finansowe wskazywały na pogarszającą się sytuację spółki. Spadały jej aktywa i przychody. Niewątpliwie było to działanie nastawione na szybki zysk. Na rys. 4 i 5 przedstawiono aktywa i przychody na kursu akcji na koniec kwartałów w latach 2012–2014.



Rys. 4. Aktywa oraz kurs akcji spółki Investment Friends na koniec kwartałów w latach 2012–2014

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 5. Przychody oraz kurs akcji spółki Investment Friends na koniec kwartałów w latach 2012–2014

Źródło: opracowanie własne.

Manipulacja kursami akcji może być również dokonywana przez zarządy spółek. Wskaźniki finansowe zawarte w okresowych raportach, które dostarczają inwestorom informacji o kondycji spółek, często nie odzwierciedlają rzeczywistej sytuacji [Breaking..., 2006]. Inwestorom pokazywane jest to, co chcieliby zobaczyć, czyli okresowy, wygładzony zysk. Dodatkowo uzależnienie wynagrodzeń menedżerów od osiągniętych wyników skłania ich do manipulacji wskaźnikami finansowymi. Z powyższą sytuacją można się spotkać przy stosowaniu przez spółki programów motywacyjnych opartych na opcjach menedżerskich. Osoby uprawnione do otrzymania opcji na akcje spółki w celu spełnienia określonych w programach kryteriów ekonomicznych skłonne są do manipulacji miernikami finansowymi. Spektakularnymi przykładami negatywnych skutków kreatywnej księgowości są bankructwa potężnych korporacji amerykańskich, takich jak Enron, WorldCom czy Global Crossing. Są one przestrogą świadomego fałszowania faktycznej sytuacji finansowej.

Badania J. Grahama, C. Harvey'ego i S. Rajgopala [2005], przeprowadzone w oparciu o ankietę obejmującą 401 dyrektorów finansowych w Stanach Zjednoczonych, dostarczyły następujących informacji:

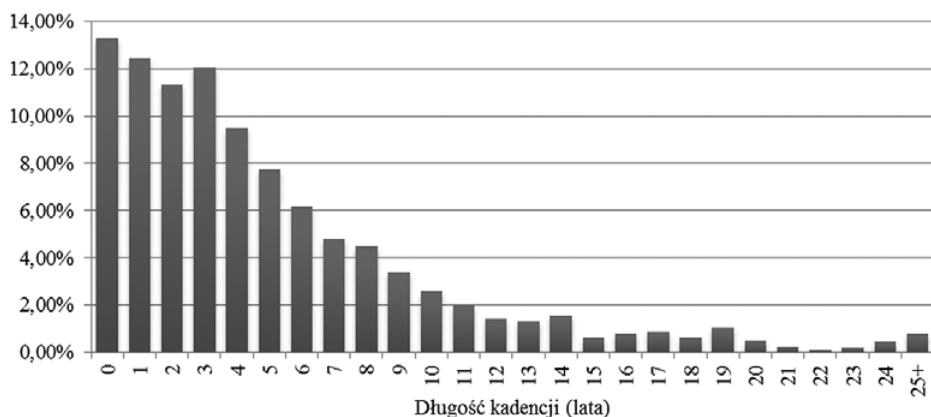
- 78% menedżerów jest skłonnych zrezygnować z wartości ekonomicznej kosztem osiągnięcia wygładzonych zysków,
- 80% menedżerów zadeklarowało, że obniżyłoby wydatki na inwestycje oraz badania i rozwój dla osiągnięcia celów krótkookresowych,
- menedżerowie dla uniknięcia krótkoterminowego zamieszania skłonni są poświęcić długoterminową wartość.

Na dalszy plan odsuwa się zatem długoterminową wizję oraz inwestycje. Podobne wyniki uzyskano w badaniu przeprowadzonym przez Instytut McKinseya [Financial Globalization..., 2013], które objęło 1038 podmiotów.

4. Inne przypadki działań krótkookresowych

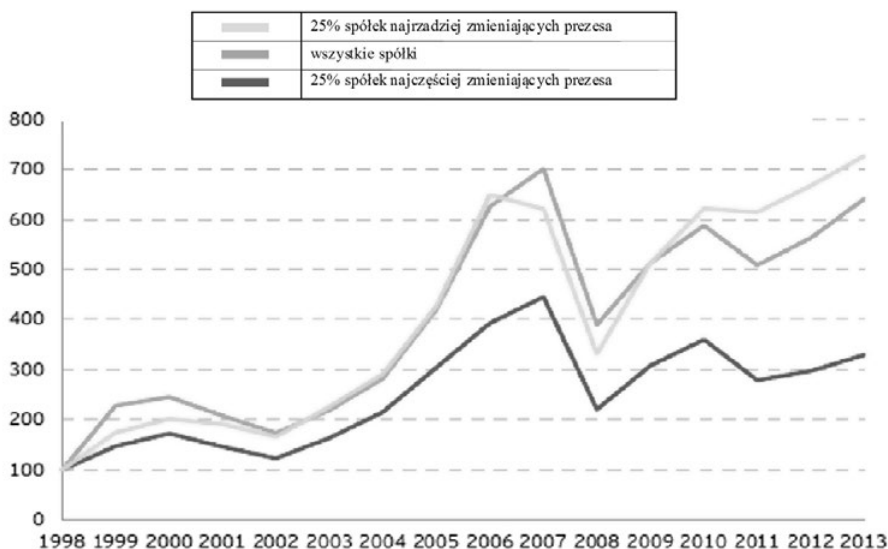
Oprócz działań zarządów zorientowanych na osiągnięcie wygładzonych zysków, również długość kadencji prezesów spółek nie pozostaje bez znaczenia. Szerokie badania największych spółek publicznych w Europie (dane z 1024 spółek obejmujące okres 1998–2013) przeprowadzone przez Ernst & Young (*Short-Termism in Business...*, 2014) wskazują, że krótkie kadencje prezesów nie służą długookresowemu wzrostowi wartości spółek. Odnosząc się do długości kadencji prezesów, blisko połowa pełni funkcję poniżej czterech lat, a 13,3% nie pracuje dłużej niż rok. Zjawisko jest globalne, niezależne od kultury czy regionu (rys. 6).

W długim okresie największy wzrost wartości rynkowej osiągają spółki z najbardziej stabilnymi kadencjami prezesów. W krótkim okresie długość kadencji prezesa jest bez znaczenia. W długim okresie (lata 1998–2013) różnica w kapitalizacji rynkowej sięga blisko 400%. Mała różnica między średnią a najdłuższą kadencją wskazuje, że firmy zyskują wiele ze wzrostu doświadczenia szczególnie w pierw-



Rys. 6. Długość kadencji prezesów (N=1024)

Źródło: obliczenia EY oparte na danych ze SPIQ, Thomson Reuters i Boardex.



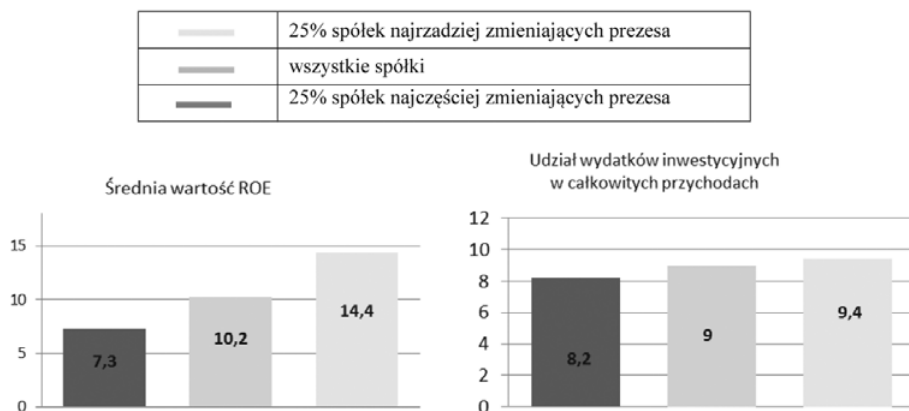
Rys. 7. Wskaźnik dynamiki kapitalizacji rynkowej (1998=100)

Źródło: obliczenia EY oparte na danych ze SPIQ, Thomson Reuters i Boardex.

szych latach kadencji, później w dalszym ciągu korzyści rosną, ale już w bardziej umiarkowanym tempie.

Wzrostowi kapitalizacji rynkowej dla spółek ze stabilną kadrą zarządzającą towarzyszy także wyższa rentowność, która jest blisko dwukrotnie większa w porównaniu do spółek z największą rotacją prezesów (rys. 8). Podobna zależność

występuje w przypadku udziału wydatków inwestycyjnych w całkowitych przychodach. Brak stabilności zarządzania może prowadzić do zaniedbań w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa, głównie inwestycji w kapitał ludzki oraz na badania i rozwój.



Rys. 8. Średnia wartość ROE oraz udział wydatków inwestycyjnych w całkowitych przychodach w latach 1998–2013

Źródło: obliczenia EY oparte na danych ze SPIQ, Thomson Reuters i Boardex.

W dzisiejszych czasach jednym z ważniejszych elementów świadczących o konkurencyjności firm jest jakość produktów i innowacji. To z kolei zależy od wartości niematerialnych i prawnych spółki, czyli kapitału ludzkiego i możliwości badawczo-rozwojowych. Budowanie takich kompetencji wymaga długoterminowych inwestycji. W przeciwieństwie do firm działających w ubiegłym wieku, które były głównie kapitałochłonne i rywalizowały na efektywności kosztowej, wyniki inwestycji niematerialnych mogą być widoczne dopiero po kilku latach. Długość kadencji prezesów w takiej sytuacji nie pozostaje bez znaczenia.

Dodatkowo zorientowanie na osiągnięcie krótkoterminowych zysków i ograniczanie środków na badania i rozwój wiąże się ze stosowanym systemem wynagrodzeń oraz strukturą akcjonariatu. Badania A. Edmansa, V.W. Fang i K.A. Lewellen [2014] pokazują, że prezesi, chcąc nabyć prawa własności w spółce przysługujące w ramach stosowanego systemu wynagrodzeń, ograniczają inwestycje na badania i rozwój, aby spełnić wyznaczone prognozy wskaźników finansowych. Skala cięć inwestycyjnych odpowiada wartości umożliwiającej osiągnięcie krótkowzrocznego celu. W odniesieniu do struktury akcjonariatu B. Bushee [1998] uważa, że inwestorzy o niewielkim udziale w spółce mają niewielką motywację do jej monitorowania. Skłonni są zaakceptować cięcia na badania i rozwój celem osiągnięcia krótkoterminowych zysków. Z kolei A. Edmans [2009] odnosi się do akcjonariuszy ze znacznymi udziałami w spółce. Uważa, że mają większą motywację do analizowania wartości

niematerialnych przedsiębiorstwa, perspektyw rozwoju i nie skupiają się tylko na zyskach krótkoterminowych. Zgodnie z filozofią W. Buffetta częściej inwestują w perspektywie długoterminowej.

Zakończenie

Przedstawione przypadki działań zorientowanych na osiągnięcie krótkoterminowych korzyści pokazują, że dotyczą one różnych grup uczestników rynku kapitałowego, zarówno dawców, jak i biorców kapitałów. Bezpośrednim efektem jest zmniejszenie czasu przetrzymywania aktywów przez inwestorów. Silna motywacja do realizowania zysków sprzyja działaniom krótkoterminowym, w których pomijane są perspektywy rozwoju spółek, odraczane są inwestycje, a prezesi w obawie przed zwolnieniem manipulują wskaźnikami finansowymi.

Przeciwdziałanie zjawisku krótkookresowości na rynku kapitałowym wymaga od jego uczestników zmiany filozofii myślenia. Zysk nie powinien być celem, tylko koniecznością dla długoterminowego wzrostu. Postawę taką reprezentuje wspomniany już W. Buffett. Jako prezes Berkshire Hathaway popiera on długookresowe sprawozdania roczne umożliwiające inwestorom wgląd w stan firmy i perspektywy rozwoju. Od dziesięcioleci kształci udziałowców w zakresie długookresowego inwestowania i eksponuje jego zalety.

Przeprowadzone studia literaturowe pozwoliły wyodrębnić następujące działania sprzyjające długoterminowemu inwestowaniu:

- regulacje zachęcające do dłuższego utrzymywania akcji w portfelach (np. podatkowe), nagrody dla akcjonariuszy długoterminowych (np. dodatkowe prawa głosu, akcje),
- właściwe kształtowanie akcjonariatu spółek,
- stabilna kadra zarządzająca – stosowanie zachęt płacowo-premiowych zorientowanych na osiągnięcie długookresowych celów (np. dłuższe okresy nabywania uprawnień),
- brak obowiązku kwartalnego raportowania przez spółki publiczne (Dyrektywa UE 2013/50/UE).

Bibliografia

- Atherton A., Lewis J., Plant R., *Causes of Short-Termism in the Finance Sector*, Institute for Sustainable Futures, University of Technology Sydney, Sydney 2007.
- Brancato C., Rabimov S., *Institutional Investment Report: U.S. and International Trends, Report R-1376-05-RR*, The Conference Board, 2005.
- Breaking the Short-Term Cycle*, CFA Centre for Financial Market Integrity, 2006.
- Bushee B., *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, "The Accounting Review" 1998, No. 73(3).

- Correia M., *Shareholder Activism and Short-Termism. Fostering Long-Term Engagement in the European Union*, Working Paper, 2014.
- Dallas L., *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, *Legal Studies*, Research, 2012.
- Edmans A., *Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia*, "Journal of Finance" 2009, No. 64(4).
- Edmans A., Fang V.W., Lewellen K.A., *Equity Vesting and Managerial Myopia*, Working Paper, London Business School, London 2014.
- Financial Globalization: Retreat or Reset?*, McKinsey Global Institute, 2013.
- Fong W., *The Lottery Mindset: Investors, Gambling and the Stock Market*, Palgrave Macmillan, New York 2014.
- Gao P., *A Measurement Approach to Conservatism and Earnings Management*, "Journal of Accounting and Economics" 2013, Vol. 55.
- Ghai S., Tarnowski M., Tétrault J., *The Best of Times and the Worst of Times for Institutional Investors*, McKinsey & Company, 2011.
- Gigler F., Kanodia C., Sapra H., Venugopalan R., *How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: an Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency*, "Journal of Accounting Research" 2014, Vol. 52.
- Graham J., Harvey C., Rajgopal S., *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*, "Journal of Accounting and Economics" 2005, Vol. 40.
- Isaksson M., Çelik S., *Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets*, "OECD Corporate Governance Working Papers" 2013, No. 8.
- Lash H., Spicer J., *Who's Afraid of High-frequency Trading?*, Thomson Reuters, 2.12.2009.
- Majewski S., *Psychologiczne aspekty decyzji inwestorów giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 490.
- Marshall A., *Principles of Economics*, Palgrave Macmillan, New York 2014.
- Miles D., *Testing for Short Termism in the UK Stock Market*, "The Economic Journal" 1993.
- Pocock L., *Curbing Excessive Short-Termism. A Guide for Boards of Public Companies*, Thought Leadership Paper, Australian Institute of Company Directors, Sydney 2013.
- Rabin M., *Psychology and Economics*, Department of Economics University of California, Berkeley 1996.
- Rappaport A., *Saving Capitalism from Short-Termism*, McGraw-Hill, New York 2011.
- Rappaport A., *The Economics of Short-Term Performance Obsession*, "Financial Analysts Journal" 2005, Vol. 61.
- Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*, IOSCO, Madrid 2011.
- Short-Termism in Business: Causes, Mechanisms and Consequences*, Ernst & Young, Poland Report, 2014. www.gpw.pl [data dostępu: 10.06.2015].

Short-Termism on the Capital Market – Motives and Implications

The main goal of the article is to focus an attention on the activities leading to the excessive investors' concentration on the short-term benefits and on the evaluation of such activities in the next step. Such practices are particularly visible in the case of public companies and investments on the capital market. The factors that contributed to short-termism are described on the base of the literature review. They are as follow: reduced trading times, increasing role of institutional investors and shortened CEOs tenure. A number of studies shows that should be a balance between short-, medium- and long-term goals.

Zjawisko krótkookresowości na rynku kapitałowym – motywy i implikacje

Celem artykułu jest zwrócenie uwagi i ocena działań prowadzących do nadmiernego koncentrowania się na korzyściach krótkoterminowych. W oparciu o dostępną literaturę zostaną wyodrębnione działania przyczyniające się do nasilania się zjawiska krótkookresowości. Można sformułować hipotezę, że skupianie się uczestników rynku kapitałowego na celach bieżących powoduje pominięcie bądź niedostateczne uwzględnianie celów długoterminowych. Rozważania prowadzone w artykule, oprócz analizy i diagnozy badanego zjawiska, wskażą możliwe działania przyczyniające się do większego zorientowania podmiotów rynku na celach długoterminowych.