

Cezary Suszyński

Oczekiwania inwestorskie a zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

Magdalena Mikołajek-Gocejna

Investor Expectations in Value Based Management

Springer International Publishing Switzerland 2014, s. 220



Książka dr Magdaleny Mikołajek-Gocejny, niezależnie od bardziej szczegółowych uwag i ocen przedstawionych dalej, już na etapie bieżącego przyswajania jej treści skłania do refleksji, która pozostaje aktualna do końca lektury. Co istotniejsze, refleksja ta nie jest wyłącznie jednostkowym i subiektywnym wrażeniem. Nawiązuje bowiem do pewnej głębszej tendencji i jest swoistą kanwą dla sądów wartościujących, w odniesieniu do określonego sposobu uprawiania nauki jak i jej konkretnych efektów. Awizowanym

sposobem uprawiania nauki jest postępująca interdyscyplinarność, stosowanie w obrębie jednej obszernej materii badawczej założeń, instrumentów, koncepcji rozwiniętych w ramach różnych dziedzin i dyscyplin naukowych.

Takie podejście wyraźnie utrwala się we współczesnym piśmiennictwie z zakresu nauk ekonomicznych. Niewątpliwie wynika ono z potencjału szerszego i głębszego rozpoznania coraz bardziej złożonej rzeczywistości, tkwiącego w podejściu interdyscyplinarnym, ale również jest wyrazem narastającego imperatywu zgłębienia wielowarstwowej natury współczesnych fenomenów. Sprostanie wyzwaniom interdyscyplinarności badanych problemów stawia też bardzo wysokie wymagania wobec badaczy – ich wiedzy oraz warsztatu – reprezentujących celowo kształtowane zespoły kompetencji, a zwłaszcza tych, którzy indywidualnie próbują rozwiązywać złożone problemy.

Przedstawiana praca w pełni wpisuje się w powyższe tło, jednocześnie będąc interesującym i ambitnym studium w obszarze o różnym stopniu naukowego rozpoznania jego złożonych aspektów. Najszersza, a zarazem kluczowa kategoria, którą bada autorka, to kategoria wartości. Jej korzenie sięgają rozważań filozoficznych (aksjologia), zaś na gruncie ekonomicznym ma ona swoją pełną, wręcz historyczną ekspozycję, poczynając od prac protoplastów nowożytnej ekono-

mii, tj. A. Smith'a i D. Ricardo. Znacznie młodsze, co nie oznacza skromniejsze, są studia nad wykorzystaniem kategorii wartości w systemie zarządzania przedsiębiorstwem, zapoczątkowane klasyczną już koncepcją A. Rappaporta, wprowadzające zarazem problematykę finansów jako główną płaszczyznę generowania i identyfikacji wartości. Wreszcie, wymiar psychologiczny i psychospołeczny przyświeca tytułowej kategorii oczekiwań inwestorskich, wyprowadzanych m.in. z teorii oczekiwań V. Vrooma. Te pierwsze są jednym z kluczowych elementów nowej gałęzi wiedzy, jaką stają się finanse behawioralne, czy też szerzej – ekonomii uwzględniającej zagadnienia behawioralne w stopniu i zakresie prowadzącym do podważania paradygmatu racjonalności decyzyjnej w działalności gospodarczej jednostek, ale też i organizacji (H. Simon, D. Kahneman, A. Tversky).

Powyższe zagadnienia, stanowiące materię przynajmniej czterech dyscyplin (ekonomia, zarządzanie, finanse, psychologia), składają się na przedmiot studiów i badań tytułowej problematyki książki. Centralne miejsce zostało tu przypisane oczekiwaniom inwestorskim, przy czym podjęto niewątpliwie oryginalną, autorską próbę „wbudowania” oczekiwań inwestorskich w system zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Dla realizacji wynikających z tego zadań przyjęto zwartą procedurę postępowania (cele badawcze), obejmującą kolejno następujące kwestie merytoryczne i metodyczne:

- Określenie wpływu niepewności na proces zarządzania przedsiębiorstwem oraz wyzwania, jakie nowa perspektywa stawia zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa.
- Weryfikację tradycyjnego modelu relacji inwestorskich oraz identyfikację luk informacyjnych dotyczących czynników determinujących oczekiwania inwestorów (w tym zwłaszcza dotyczących niematerialnych źródeł wartości).

- Identyfikację czynników kształtujących oczekiwania inwestorskie oraz analizę ich wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstw.
- Weryfikację metod pomiaru zwyczajowo stosowanych w ramach systemu zarządzania wartością przedsiębiorstwa, przy uwzględnieniu oczekiwań inwestorskich oddziałujących na koszt kapitału [Mikołajek-Gocejna, 2014, s. ix].

Przyjęte cele są konsekwentnie realizowane w ramach całości wywodu obejmującego siedem rozdziałów (plus rozdział 8 – Konkluzja). W pierwszych trzech odsłonach autorka wychodzi od wysokiego poziomu niepewności operacji współczesnych przedsiębiorstw, postrzeganych z perspektywy tworzenia wartości w systemach VBM, następnie przedstawia podstawy teorii oczekiwań na gruncie ekonomicznym oraz dokonuje głębszej identyfikacji oczekiwań inwestorów.

Kolejne cztery rozdziały dotyczą powstawania oczekiwań inwestorskich, włączania tych oczekiwań do koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, a także asymetrii informacji i informacyjnej efektywności rynków kapitałowych. Dopelnieniem pracy jest rozdział ilustrujący problemy asymetrii w kontekście oczekiwań i tworzenia wartości w odniesieniu do spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Mimo specjalistycznego charakteru, praca porusza szerokie spectrum zagadnień i problemów, będących odzwierciedleniem sygnalizowanej interdyscyplinarności, a także udanego łączenia dominujących w niej wątków teoretycznych z elementami weryfikacji empirycznej. Z punktu widzenia oryginalności propozycji autorki, a zarazem jej wkładu do wiedzy z zakresu zarządzania wartością przedsiębiorstwa w warunkach polskich, zamiast zwyczajowych uwag dotyczących poszczególnych części, szczególnie wskazane wydaje się bardziej szczegółowe prześledzenie rozdziału 5, dotyczącego

włączenia oczekiwań inwestorskich do koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*Including Investors Expectations in the Concept of Value Based Management*). Taki zabieg pozostawia co prawda poza prezentacją obszerną i wielobarwną problematykę pozostałych fragmentów, jednak zasadniczym argumentem na jego rzecz jest także daleko idąca zbieżność tytułu rozdziału z tytułem całego opracowania, czyniąca z rozdziału 5 kluczowy fragment całości.

Rozważania nad zmodyfikowanym systemem zarządzania wartością, uwzględniającego oczekiwania inwestorskie, autorka rozpoczyna od dwóch wzajemnie powiązanych, istotnych kwestii. Po pierwsze, wprowadza koncept zarządzania wartością przedsiębiorstwa z perspektywy inwestorów (*Expectations-Based Management* – EBM), który będzie dalej wiodącą płaszczyzną inspiracji i odniesień [Copland, Dolgoff, 2006].

Po drugie, eksponuje ograniczenia wyjściowej konstrukcji VBM, w której formuła kalkulacji zysku ekonomicznego (*economic profit*) nie bierze pod uwagę oczekiwań inwestorów. Podtrzymując wyjściowe założenie o potrzebie ich uwzględnienia – argumentację w tym względzie budują wcześniejsze uwagi – podkreśla się, że w praktyce przedsiębiorstwo osiągające zyski i generujące wartość może być postrzegane iż nie tworzy wartości dla akcjonariuszy (inwestorów). Ma to miejsce w przypadku, gdy oczekiwana przez nich (subiektywna) stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału jest niższa od tej uzyskanej w działalności przedsiębiorstwa. Bardziej szczegółowa analiza tej sytuacji – rozważenie różnych alternatywnych wariantów powyższej relacji – prowadzi do wniosku, iż wskazane i możliwe jest zmodyfikowanie miar powszechnie używanych w ramach koncepcji VBM pod kątem włączenia oczekiwań inwestorskich do ich kalkulacji.

Autorka poddaje analizie te miary, odnosząc się kolejno do EVA (*Economic Value Added*), MVA (*Market Value Added*), TSR (*Total Shareholder Return*) oraz ESVA (*Economic Shareholder Value Added*). Pomijając prezentację istoty wskazanych miar ogólnie znanych w środowisku finansistów, z przedstawionej analizy wynika, iż teoretycznie możliwe jest wzbogacenie ich o taki element, jak oczekiwania inwestorów. W praktyce, problemami pozostają:

- określenie wielkości nadwyżkowych miar, gdyż te właśnie nadwyżki uwzględniają komponent oczekiwań;
- relatywizm ocen, który wymaga stworzenia systemu punktów odniesienia (benchmarking – np. konkurenci, sektor, rynek), pozwalających wykazać zrealizowanie oczekiwań inwestorów [King, Slotegraaf, Kesner, 2008].

Skala trudności w ich uwzględnieniu zwiększa się dodatkowo przy przyjęciu dłuższego horyzontu czasowego, wymaganego na gruncie zarządzania strategicznego, z którym formuła VBM jest często utożsamiana (M. Michalski). Zasadniczego znaczenia nabierają, tak trudne do zidentyfikowania, bieżące a zwłaszcza przyszłe informacje kształtujące oczekiwania inwestorów. Autorka zdaje sobie sprawę z tych trudności i ograniczeń proponowanych miar (s. 134-135), tym niemniej, formułuje kolejne propozycje rozwijające koncept zarządzania wartością z uwzględnieniem oczekiwań inwestorów (EBM).

Analizując szerzej rozważania zawarte w rozdziale 5 można zauważyć, że istota problemu przesuwa się w znacznej mierze w stronę instrumentów, metod pomiaru oraz procedur. Ich obecny stan wydaje się nie pozwalać na dostatecznie przekonującą weryfikację, jak dalece oczekiwania inwestorów wpływają na kształtowanie wartości przez przedsiębiorstwo. Tym samym aplikacyjne wysiłki wdrożenia oczekiwań w ramach formuły VBM, a zwłaszcza identyfikacja

uzyskanych efektów, nabierają charakteru swoistego „procesu poszlakowego”. Natura rzeczywistych zjawisk, jak również logika współczesnego zarządzania wskazują na zasadność i potrzebę włączenia oczekiwań inwestorskich (ogólniej: postaw i zachowań jednostkowych) do sytemu zarządzania mającego generować szerzej rozumianą wartość (inwestorzy, przedsiębiorstwo). Natomiast efekty owego włączenia, jak i poprzedzających je działań, pozostają normatywnym przybliżeniem.

Powyższe uwagi nie są krytyką poglądów, jak też nie mają ambicji prowadzenia otwartego dyskursu. W niczym nie negując fundamentalnej tezy pracy o potrzebie włączenia oczekiwań inwestorskich do formuły zarządzania wartością, należałoby na gruncie zaprezentowanych sądów podkreślić, iż koncepcja VBM to wciąż szczególne źródło inspiracji i dyskusji. Przykładem podobnego „poszlakowego” podejścia pozostaje chociażby fundamentalna kwestia synergii jako elementu budującego wartość. Idea ogólnie dostrzegana i będąca wręcz imperatywem dla współczesnych menadżerów jest wciąż daleka od finalnych konstatacji i proceduralnych rozstrzygnięć. W tym kontekście wskazane byłoby przypomnieć, iż we wstępie do swojego dzieła wspomniany już A. Rappaport [1999] pisał w połowie lat 80. XX wieku, że w perspektywie dekady VBM stanie się ogólnie obowiązującą normą zarządzania. Mimo iż minęły trzy dekady, koncepcja tak zwarta teoretycznie i utylitarnie wyrażona (instrumentalizacja), nie znajdująca w międzyczasie równie nośnej alternatywy na gruncie nauk ekonomicznych, nie stała się tym, czego oczekiwał jej twórca. Identyfikacji przyczyn takiego stanu rzeczy nie można sprowadzać jedynie do dyskusji na gruncie teorii interesariuszy i różnic kulturowych w obrębie wiodących systemów ekonomicznych (triada). Praca M. Mikołajek-Gocejny wyraźnie wskazu-

je, że niedoskonałości VBM mogą mieć znaczące ograniczenia wewnętrzne, narastające wraz z odkrywaniem daleko idącej złożoności jej materii i wychodzące poza to, co było znane i wyobrażalne na etapie powstawania koncepcji. Przewyciężanie tych słabości i ograniczeń na płaszczyźnie poznawczej, po pierwsze – potwierdza znaczenie VBM jako koncepcji inspirującej i spełniającej przez to funkcje teorii-twórcze na styku kilku dyscyplin naukowych, po drugie zaś – wzbogaca praktykę biznesową.

Ważną stroną pracy jest to, że napisano ją w sposób jasny i zrozumiały, także dla czytelników nie będących „braćmi cechowymi”, o ile tacy sięgną po niewątpliwie specjalistyczną pozycję M. Mikołajek-Gocejny. Niezależnie od wymaganego przygotowania merytorycznego, daje się ona czytać dzięki klarowności wywodów, przestrzeganiu reżimu warsztatowego, który autorka sama sobie narzuciła, świadoma złożoności i świeżości poruszanej materii. Drobiazgami redakcyjnym, których można było uniknąć, są fragmenty wywodu prowadzone w pierwszej osobie (np. wstęp do p. 7.3), które „zgrzytają” w zestawieniu z przeważającą, właściwą tego typu pracom relacją w trybie bezosobowym, sprzyjającą obiektywizacji prezentowanych sądów. Również niektóre wielostronicowe partie materiału, będące głównie źródłem analiz i wniosków – np. zestawienie metod pomiaru i informacji nt. kapitału intelektualnego (tabela 7.1), indeks asymetrii informacji w relacjach inwestorskich, odnoszący się do badanych spółek (tabela 7.2) – mogłyby znaleźć się w aneksie. Uczyniłoby to tekst główny bardziej zwartym i jeszcze lepiej docierającym do czytelnika.

Jak wynika z powyższych uwag, książka pobudza do licznych refleksji, potwierdzając zasadność i świeżość interdyscyplinarnego podejścia do ważkich zagadnień z zakresu nauk ekonomicznych. Próby

łączenia konstrukcji teoretycznych, a zarazem przydatnych praktycznie, budowanych w swoim czasie na gruncie kanonu ekonomicznej racjonalności, z podejściem behawioralnym (w tym z elementami wręcz irracjonalnymi) pozostają rów-

nie trudne i dyskusyjne, co fascynujące i zdające się otwierać nowe perspektywy. Każdego zainteresowanego takimi perspektywami praca Magdaleny Mikołajek-Gocejny z pewnością zainteresuje, a może nawet i wciągnie.

Bibliografia:

1. Copland T., Dolgoff A. [2006], *Expectations-Based Management*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 18, No. 2, Spring, p. 82-97.
2. King D.R., Slotegraaf R. J., Kesner I. [2008], *Performance Implications of Firm Resources Interaction in the Acquisition of R&D-Intensive Firm*, „Organization Science”, Vol. 19, No. 2, March-April, p. 327-340.
3. Rappaport A. [1999], *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, Warszawa, Wydawnictwo WIG-PRESS.