

prof. UŁ dr hab. Jerzy Róžański
Kierownik Katedry Zarządzania Przedsiębiorstwem
Uniwersytet Łódzki

Współczesne finanse – wiele pytań, wiele kontrowersyjnych teorii i koncepcji

We współczesnych finansach, podobnie jak w wielu innych dyscyplinach naukowych, ścierają się różne poglądy, punkty widzenia, opcje. Przeciwnostawne sposoby podejścia do tych samych zjawisk, rozbieżne metody oceny, zasadnicze różnice w ocenie przydatności określonych instrumentów, teorii, hipotez, stanowią zjawisko z jednej strony – pozytywne, poszukuje się bowiem racjonalnych argumentów na rzecz każdej z często zupełnie rozbieżnych koncepcji, a z drugiej – jednak u kogoś, kto po raz pierwszy chce zapoznać się z tą problematyką, może to wywołać poczucie zagrożenia i kryzysu zaufania do tej przecież tak ważnej dziedziny nauki.

Przedstawienie określonych koncepcji jako jedynie bezwzględnie obowiązujących, podczas, gdy praktyka gospodarcza utwierdza nas w przekonaniu, że przedstawia nam się uproszczony, a czasami fałszywy obraz zagadnienia, jest zawsze bardzo niebezpieczne dla każdej nauki, a więc i dla finansów również.

Można więc wskazać kilka charakterystycznych przykładów z obszaru teorii finansów, pokazujących różnice w ocenie konkretnych zjawisk oraz wątpliwości, które budzą określone teorie i koncepcje.

Jednym z najbardziej istotnych, a zarazem rozległych i wielowarstwowych problemów współczesnych finansów, jest zachowanie inwestora na rynku kapitałowym i budowa prognoz uwzględniających przewidywane jego zachowanie w przyszłości.

Stosowane powszechnie narzędzia o charakterze matematyczno-statystycznym oraz towarzysząca im analiza wskaźnikowa wzbudzają istotne wątpliwości. Dotyczy to również prognoz co do przyszłej sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa. Można bowiem wątpić, czy dotychczasowe wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa upoważniają do wnioskowania o jego przyszłych osiągnięciach?

Zastosowanie analizy statystycznej w finansach ma więc swoje granice¹. Przykładem są liczne anomalie w kształtowaniu się kursów akcji, które trudno wytłumaczyć, wykorzystując tradycyjne narzędzia analizy. Prognozy kształtowania się przyszłych cen akcji, oparte na tradycyjnym podejściu (analiza techniczna lub fundamentalna) zbyt często nie sprawdzają się.

Daje to pole do wykorzystania behawioralnych finansów, których podstawowym założeniem jest to, że jeśli uda się zdefiniować bodźce, wówczas możemy określić przyszłe zachowania (wyniki). Wykorzystując wiedzę z psychologii, socjologii, polityki a nawet antropologii, finanse behawioralne próbują wyjaśnić zachowanie inwestorów na rynku kapitałowym i mechanizmy podejmowanych przez nich decyzji. Istotnie, w wielu wypadkach mamy do czynienia z takim zachowaniem inwestorów, które może przeczyć pogładowi o wyłącznie ekonomicznej kalkulacji inwestora. Jednakże prowadzi to z kolei do formułowania przesadnie wysokich oczekiwań w stosunku do nauk, które stanowią podstawę finansów behawioralnych. Nie wszystkie zachowania inwestorów można wyjaśnić czynnikami psychologicznymi lub socjologicznymi. Zresztą finanse behawioralne dają nam tylko bardzo ogólne wskaźniki co do wykorzystania dorobku tych nauk w sferze finansów.

Kolejny problem wiąże się z pytaniem, czy rzeczywiście istnieją efektywne rynki finansowe. I. Ittensohn² wskazuje na bardzo dwuznaczną rolę analityków finansowych, którzy budują sprawozdania finansowe i oceniają strategię przedsiębiorstw emitujących papiery wartościowe, sugerując następnie inwestorom finansowym określone rodzaje postępowania na rynku. Otóż, jego zdaniem, można mieć bardzo wiele wątpliwości co do obiektywnego charakteru analiz sporządzanych przez analityków finansowych. Najczęściej analitycy pracują albo w bankach inwestycyjnych, lub innych instytucjach finansowych, które mają swoje własne interesy na rynku kapitałowym. Fakt, że analitycy wpływają na decyzje inwestorów, sprawia, że efektywność rynków kapitałowych jest dyskusyjna. Przy okazji można dodać, że nawet analityków finansowych niemających wyraźnie własnych interesów (lub firm, które reprezentują) trudno stać na zupełny obiektywizm – jest to po prostu niemożliwe. Szczególnie trudne do zweryfikowania są oczywiście prognozy przyszłych wahań cen papierów wartościowych.

Niezwykle niewdzięcznym zadaniem jest określanie wartości i perspektyw rozwoju przedsiębiorstw państwowych a wszelkie prognozy dotyczące ich przyszłej sytuacji ekonomiczno-finansowej są szczególnie niebezpieczne.

¹ J. Ittensohn, *Behavioral finance, financial science and the financial analyst*, „Financial Markets and Portfolio Management” 2001, nr 3.

² *Ibidem*.

Dlatego też, nierozstrzygniętym pozostaje pytanie, czy wierzyć w prognozy oparte na analizie statystycznej, czy badać bodźce regulujące zachowanie inwestorów. Zapewne, w zależności od konkretnej sytuacji, bardziej prawdopodobna będzie ta prognoza, ...która w przyszłości okaże się najbliższa prawdy.

Wiele wątpliwości wzbudzają też metody oceny opłacalności inwestycji i zastosowanie rachunku inwestycyjnego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstw.

Zacznijmy od stwierdzenia dość oczywistego, a mianowicie takiego, że najpopularniejsze obecnie metody oceny opłacalności inwestycji, a więc wartość bieżąca netto (NPV) oraz wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) są miarami o charakterze izolowanym, tzn. rejestrują jedynie wpływy i wydatki związane z realizacją konkretnego, ocenianego właśnie projektu inwestycyjnego, natomiast generalnie nie uwzględniają wpływu, jaki wywiera projekt inwestycyjny i planowane w nim przepływy finansowe na wynik finansowy przedsiębiorstwa jako całości³. Nie uwzględniają też one związków, jakie występują między danym projektem inwestycyjnym, a innymi projektami inwestycyjnymi, lub efektami dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa. Modyfikacje, jakie proponuje się dla obu wskaźników, a mianowicie formuła APV (*adjusted present value*)⁴, zakładające, że:

skorygowana wartość bieżąca netto = wartości bieżącej netto (bazowej) + suma wartości bieżącej skutków ubocznych,

gdzie skutki uboczne mogą się wiązać z ulgami podatkowymi, specyfiką rodzaju finansowania, kosztem emisji akcji lub obligacji itp., oraz formuła MIRR (zmodyfikowanej wewnętrznej stopy zwrotu), a więc stopy, przy której wartość bieżąca nakładów inwestycyjnych jest równa wartości przyszłych wpływów pieniężnych uzyskanych podczas realizacji projektu inwestycyjnego, niewiele zwiększają pojemność obu wskaźników. Nadal stanowią one klasyczne przykłady metod izolowanych, ze wszystkimi wadami tych metod.

Na dodatek zarówno w literaturze polskiej, jak i obcojęzycznej⁵, wyraźnie akcentuje się:

- sprzeczności między wynikami osiągniętymi w wyniku zastosowania metody NPV i metody IRR,
- trudności interpretacyjne mające miejsce przy zastosowaniu metody IRR.

Powstaje więc pytanie, czy w ogóle jest zasadne stosowanie metody IRR.

³ L. Perridon, M. Steiner, *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, V. Franz Vahlen, München 1986.

⁴ R. Brealy, S. Myers, *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw Hill, New York 1984.

⁵ Np. S. Keef, M. Roush, *Many Happy Returns*, "Financial Management" 2001, nr 6.

W ostatnim czasie bardzo wszechstronną i głęboką analizę metod oceny opłacalności inwestycji przedstawił W. Rogowski⁶. On również wskazuje liczne wady metod NPV i IRR. Jednym z istotnych uproszczeń jest przyjęcie do wyliczeń stałej stopy dyskontowej (którą dyskontowane są przepływy pieniężne w metodzie NPV), statyczny charakter obu metod, stosowanie wartości bezwzględnych w metodzie NPV (co można jednak łatwo wyeliminować, relacjonując NPV do zdyskontowanych nakładów inwestycyjnych projektu).

Uważam (na podstawie doświadczeń związanych z praktycznym zastosowaniem metod NPV i IRR w przedsiębiorstwach), że jednak nadal nie do końca są rozstrzygnięte kolejne kwestie związane z metodą NPV:

- określenie czasu, dla którego liczona jest wartość NPV, zwłaszcza w przypadku, gdy mamy do czynienia nie z jednorazową likwidacją obiektu inwestycyjnego, lecz wielokrotnymi zabiegami przedłużającymi jego eksploatację, oraz określenie ilości lat dla której będzie wyliczana wartość NPV, i oddzielnie – wartość rezydualna;
- wyznaczenie przewidywanych wartości przepływów, zwłaszcza w sytuacji, w której przepływy wyliczane są dla wielu kolejnych lat prognozy te z reguły okazują się kompletnie nieprawdziwe, a więc i sam rachunek oparty na tych prognozach jest chybiony. Osobnym zagadnieniem jest tu zastosowanie w tych prognozach cen stałych lub zmiennych (nominalnych) oba rozwiązania mają swoje wyraźne plusy i minusy.

Także metoda czasu zwrotu nakładów inwestycyjnych (w wersji statycznej lub dynamicznej, z uwzględnieniem zmian wartości pieniądza w czasie) budzi zastrzeżenia, mimo jej niewątpliwej popularności wśród menedżerów zarówno w USA i krajach Europy Zachodniej, jak i w Polsce⁷. Wywołuje niepokój przede wszystkim dlatego, że wyniki obliczeń czasu zwrotu nakładów dla konkretnego przedsięwzięcia inwestycyjnego porównywane są najczęściej z intuicyjnie wyznaczonym przez decydenta czasem granicznym zwrotu nakładów. Wprawdzie czynione są starania w celu obiektywizowania kategorii granicznego okresu zwrotu (propozycja Gordona)⁸, ale dotyczą one specyficznych przypadków kształtowania się przepływów pieniężnych w cyklu życia projektu inwestycyjnego i są mało przekonujące.

Wiele zastrzeżeń budzi też zastosowanie metod wielokryterialnych w rachunku inwestycyjnym. Metody te mają istotną przewagę nad metodami izolowanymi (takimi jak: NPV

⁶ W. Rogowski, *Rachunek efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2004.

⁷ C. van Dam, *Trends in Financial Decision – making*, Martinus Nijhoff Social Sciences, London 1978, s. 203-247.

⁸ Za W. Rogowskim, *op.cit.*, s. 147.

czy IRR). Dają one możliwość zastosowania dowolnej ilości kryteriów (nie tylko wskaźników o charakterze finansowym, ale całego szeregu kryteriów rynkowych, techniczno-technologicznych, związanych ze strategią przedsiębiorstwa, organizacyjnych, nawet społecznych), ponieważ podstawą oceny jest zastosowanie systemu punktowego, często rangowanie kryteriów i przypisanie każdemu projektowi inwestycyjnemu określonej ilości punktów – uwzględniając sumaryczny wynik punktowania według każdego kryterium oddzielnie⁹. Zastosowanie metod wielokryterialnych sprawia kilka istotnych trudności ze względu na to, że:

- dobór kryterium oceny projektu inwestycyjnego wpływa w sposób zasadniczy na samą ocenę,
- jeżeli mamy do czynienia z rangowaniem kryteriów (np. ustalaniem maksymalnej ilości punktów, które projekt może uzyskać ze względu na dane kryterium), a tak najczęściej się zdarza w przypadku tego typu metod, to kryteria takiego rangowania powinny być klarowne, niestety w wielu przypadkach jest to rangowanie wysoce subiektywne,
- decyzje komisji inwestycyjnej dokonującej wyboru jednego spośród kilku (lub większej liczby) projektów inwestycyjnych są w miarę obiektywne wówczas, gdy członkowie komisji nie są osobiście zainteresowani tym, aby wybrać konkretny projekt inwestycyjny. Ale i wówczas trudno nie dopatrzeć się znacznego subiektywizmu w ich decyzjach.

To wszystko sprawia, że mimo wieloaspektowości i kompleksowości oceny, którą zapewniają metody wielokryterialne (w porównaniu do innych metod) również i decyzje inwestycyjne podjęte przy ich zastosowaniu mogą się okazać błędne (i to nie tylko z finansowego, a i pozafinansowego punktu widzenia).

Czy nauka dysponuje więc w pełni obiektywnymi i wiarygodnymi metodami oceny opłacalności (a może już atrakcyjności?) inwestycji? Oczywiście nie.

Pewne nadzieje są związane z zastosowaniem opcji (rzeczowych, realnych, rzeczywistych) do rachunku inwestycyjnego. Opcje rzeczowe, będące pewnym odwzorowaniem, ale też modyfikacją opcji finansowych, mogą przyczynić się do uelastycznienia rachunku inwestycyjnego, uwzględnienia w tym rachunku pewnych możliwości i rozwiązań, których nie przewiduje deterministyczne ujęcie problemu, charakterystyczne dla formuły NPV i IRR. Zastosowanie opcji rzeczowych w rachunku inwestycyjnym nie przyczyni się, moim zdaniem

⁹ J. Różański, *W stronę wielokryterialnych metod oceny opłacalności inwestycji*, „Przegląd Organizacji” 1999, nr 9.

do zobiektywizowania tego rachunku. Z opcjami rzeczowymi wiąże się nadmierne nadzieje. Przyjmuje się bezkrytyczne założenie, że zastosowanie alternatyw decyzyjnych, mających charakter opcji, musi przyczynić się do zwiększenia opłacalności inwestycji rzeczowej przez wartość bieżącą netto. Tego typu sugestie występują nawet bardziej w literaturze zagranicznej, niż w polskiej literaturze naukowej z tego zakresu¹⁰. Natomiast w polskich opracowaniach najczęściej nie próbuje się bardziej szczegółowo oceniać opcji rzeczowych, wskazując jedynie na to, że dzięki opcjom rzeczowym odkrywamy nowe możliwości związane z danym przedsięwzięciem inwestycyjnym¹¹. Dość krytyczną ocenę opcji rzeczowych zawarłem w artykule *Opcje rzeczywiste w ocenie inwestycji przedsiębiorstw międzynarodowych*¹². Wydaje się, że łatwiejszym i bardziej przydatnym w zastosowaniu instrumentem uelastyczniającym metody oceny opłacalności inwestycji jest po prostu analiza wrażliwości.

Wiele innych problemów o dużym znaczeniu nadal nie jest rozstrzygniętych we współczesnych finansach. Jednym z podstawowych zagadnień jest pytanie, czy struktura kapitału i średnioważony koszt kapitałowy wpływają na wartość przedsiębiorstwa (teoria tradycyjna), czy też nie mają żadnego wpływu na jego wartość (teoria Modiglianiego i Millera). Każda z tych koncepcji przyjmuje pewne założenia, które są realne tylko na papierze, a nie w warunkach funkcjonowania przeciętnej gospodarki rynkowej i wyprowadza wnioski, które wynikają z tak przyjętych, dowolnych założeń.

Teoria tradycyjna zakłada, że jeśli struktura kapitału wpływa na średnioważony koszt kapitałowy (co jest bezdyskusyjne), a koszt kapitału wpływa na wartość przedsiębiorstwa, to istnieje taka optymalna struktura kapitału, przy której średnioważony koszt kapitałowy jest najwyższy, a przez to i najwyższa wartość przedsiębiorstwa. Pogląd ten wiąże się również z przekonaniem, że inwestor poniesie większe ryzyko wówczas, gdy będzie nabywał akcje spółki akcyjnej (i będzie żądał wyższej stopy zwrotu), niż w przypadku zakupu obligacji (żądana stopa zwrotu będzie niższa)¹³. Dlatego też niższe koszty kapitałowe przedsiębiorstwo poniesie przy finansowaniu się poprzez zaciąganie długu (emisja obligacji), niż poprzez emisję akcji (kapitał własny). Nadmierne obciążenie długiem spowoduje wzrost ryzyka akcjona-

¹⁰ T. Luehrman, *Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on the Numbers*, "Harvard Business Review" 1998, nr 7/8.

¹¹ A. Kozarkiewicz-Chlebowska, *Wartość strategiczna w ocenie projektów inwestycyjnych* [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004.

¹² Przygotowywany do druku w zbiorze *Rynek finansowy – szanse i zagrożenia rozwoju*, UMCS, Lublin (2004 lub 2005).

¹³ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 2002, s. 91.

riuszy, którzy będą żądali wyższej stopy zwrotu, a więc koszty kapitałowe wzrosną i zacznie spadać wartość przedsiębiorstwa.

Pomijając fakt, że w koncepcji tej rozważania są ograniczone do dwóch źródeł finansowania (akcje oraz obligacje) i dotyczą one wyłącznie spółek akcyjnych, to niesłychanym uproszczeniem jest stwierdzenie, że pozyskiwanie obcych źródeł finansowania wiąże się z mniejszym kosztem kapitałowym, niż finansowanie ze źródeł własnych.

Jeśli przyjmujemy, że zysk osiągany przez przedsiębiorstwo wpływa na wartość tego przedsiębiorstwa, to każde zmniejszenie zysku, spowodowane wzrostem średnioważonego kosztu kapitałowego, musi wpłynąć na zmniejszenie wartości przedsiębiorstwa, i tu można się zgodzić z teorią tradycyjną.

Równie dyskusyjna jest teoria Modiglianiego – Millera. Podstawowa teza tej teorii głosi, że na w pełni konkurencyjnym rynku kapitałowym struktura kapitału nie wpływa na wartość przedsiębiorstwa. Jak wiadomo, argumentem na rzecz słuszności tego twierdzenia jest tzw. dowód arbitrażu, w którym „istnienie dwu firm identycznych pod każdym względem, ale różniących się strukturą kapitału i wartością rynkową, będzie przejawem nierównowagi rynku kapitałowego. Stan ten spowoduje uruchomienie procesu arbitrażowego polegającego na sprzedawaniu akcji przewartościowanych oraz nabywaniu akcji niedowartościowanych, aż do momentu, w którym nastąpi zrównanie średniego ważonego kosztu kapitału i wartości obu firm”¹⁴.

Autorzy przyjmują założenie, że „średni ważony koszt kapitału jest niezależny od struktury kapitału”. Jest to założenie kompletnie nieprawdziwe. Struktura kapitału, obok kosztu kapitałowego poszczególnych źródeł finansowania przedsiębiorstwa, jest najważniejszym czynnikiem kształtującym średnioważony koszt kapitałowy. Dlatego nie można ustawiać z jednej strony struktury kapitałowej, a na drugim biegunie kosztu kapitałowego i wartości przedsiębiorstwa razem.

Poza tym rynek kapitałowy jest permanentnie w stanie większej lub mniejszej nierównowagi. Rynek przedstawiony przez autorów teorii nie istnieje.

Powstaje pytanie, na jakich podstawach teoretycznych oparte jest twierdzenie Modiglianiego i Millera, że wartość przedsiębiorstwa można wyliczyć, dzieląc kwotę zysku brutto (EBIT) przez średnioważony koszt kapitałowy przedsiębiorstwa. Autorzy nie przedstawiają żadnych dowodów na potwierdzenie tego poglądu.

¹⁴ *Ibidem*, s. 94.

Wiele innych rozważań obu autorów jest również dyskusyjnych. Bardziej odpowiada mi tradycyjna koncepcja struktury kapitału zakładająca, że pozyskanie nadmiernej ilości kapitału obcego powoduje wzrastające obciążenia przedsiębiorstwa odsetkami i koniecznością spłaty zadłużenia, niż koncepcja tzw. kosztów bankructwa przedsiębiorstwa prezentowana przez Modiglianiego i Millera, którzy właściwie przedstawiają sytuację przedsiębiorstwa będącego w procesie upadłościowym bądź przynajmniej mocno zagrożonego bankructwem. Wiele dużych firm płaci spore odsetki od zaciągniętych długów, ale nie sprawia to, że są w przededniu bankructwa.

Poważne wątpliwości budzi powszechnie przyjęty sposób liczenia samego średnioważonego kosztu kapitałowego. Do wyliczenia tego kosztu przyjmuje się zarówno faktycznie występujące koszty kapitałowe, związane z pozyskiwaniem kapitału ze źródeł zewnętrznych (emisja akcji i obligacji, kredyt bankowy), jak i koszt kapitałowy „wirtualny”, czyli koszt kapitałowy funduszy wewnętrznych (np. zysku zatrzymanego). Wiąże się to z koncepcją tzw. kosztów utraconych szans. Kapitał wytworzony wewnątrz przedsiębiorstwa, a wykorzystany dla sfinansowania określonej inwestycji, nie może być oczywiście wykorzystany do sfinansowania innej inwestycji, która by przynosiła określoną stopę zwrotu. Dlatego też „koszt kapitałowy zysków zatrzymanych liczony (jest) jako hipotetyczna stopa zwrotu z inwestycji alternatywnych w stosunku do inwestycji faktycznie podejmowanych przez przedsiębiorstwo”¹⁵. Przeważnie koszt kapitałowy ustala się wówczas na poziomie najwyższe szacowanej stopy zwrotu spośród inwestycji odrzuconych (alternatywnych). Jednakże powoduje to skutek w postaci sumowania kosztów kapitałowych rzeczywistych i kosztów kapitałowych alternatywnych. Czy jest to poprawne metodologicznie?

Problem zupełnie innego typu wiąże się z próbą odpowiedzi na pytanie: czym jest franchising? Nie chodzi oczywiście o odpowiedź na pytanie, na czym polega franchising, bo to jest oczywiste, ale raczej o doprecyzowanie, jakiego rodzaju finansowaniem jest franchising i dla kogo (franchisingodawców, czy franchisingobiorców). Jeżeli bowiem uznamy, że dawca franchisingu „zobowiązuje się do udostępnienia podmiotowi korzystającemu z franchisingu (beneficjentowi) prawa korzystania przez czas określony lub nieokreślony z oznaczeniem jego firmy, godła (...)”¹⁶ itd., itd., to dawca franchisingu może być uznany za podmiot finansujący biorcę jedynie wtedy, gdy uznamy, że finansowanie może mieć charakter niepieniężny. To, że często dawca franchisingu udziela biorcy pożyczki lub znajduje bank, który franchisingobiorcę następnie kredy-

¹⁵ J. Różański, M. Czerwiński, *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*, Absolwent, Łódź 1999, s. 42.

tuje, nie zmienia faktu, że istota franchisingu tkwi w udostępnieniu przez dawcę przede wszystkim własnego know-how i własnej sieci dystrybucji. Dlatego co najmniej dyskusyjne jest zaliczenie franchisingu do finansowania dłużnego, tym bardziej, że dawca franchisingu za swoje usługi każe sobie płacić. Podobnie, jak leasing, można zaliczyć franchising do pośrednich form finansowania (niezwiązanych z bezpośrednim przepływem pieniądza do biorcy) lub są to po prostu specyficzne rodzaje umów handlowych między dwoma stronami.

Nie ulega wątpliwości, że wiele uwag zawartych w tym artykule może budzić sprzeciw. Wydaje się jednak, że są to problemy, które winny być przedyskutowane raz jeszcze po to, aby czasami uniknąć we współczesnych finansach przyjmowania za udowodnione hipotez, które nie zostały dostatecznie sprawdzone i definicji, które budzą wątpliwości.

¹⁶ J. Ostaszewski, *Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej*, Difin, Warszawa 2003, s. 75.