

Zarządzanie wartością w warunkach oderwania cen akcji od fundamentów

<https://doi.org/10.33141/po.2008.78.09>

Lesław Pietrewicz

Przeгляд Organizacji, Nr 7/8 (822/823), 2008, ss. 38-41
www.przeглядorganizacji.pl
Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Wprowadzenie

Wśród zarządów przedsiębiorstw panuje dziś szeroka zgoda co do konieczności podporządkowania funkcjonowania przedsiębiorstwa celowi maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy w długim okresie. Realizacji owego celu służyć ma przyjęcie i wdrożenie koncepcji zarządzania wartością (*Value-Based Management* – VBM), zorientowanej na poprawę jakości decyzji strategicznych podejmowanych w przedsiębiorstwie przez bliższe powiązanie strategii ze wzrostem wartości dla akcjonariuszy.

VBM wyrosło na twierdzeniu, że skoro celem działalności przedsiębiorstw jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, to wszelkie decyzje biznesowe bezpośrednio lub pośrednio oparte są na jakimś modelu wyceny. Wobec tego w interesie zarządzających leży znalezienie modelu jak najlepiej odpowiadającego funkcjonowaniu mechanizmu cenowego na giełdzie. W praktyce sprowadza się to do zaprojektowania miar wyników, które są z jednej strony silnie skorelowane z zamożnością udziałowców, a z drugiej wrażliwe na działania podejmowane przez menedżerów przedsiębiorstwa.

Zwolennicy VBM podkreślają, że miara wartości (abstrahując w tym miejscu od różnic występujących między jej wariantami)* jest najlepszą teoretyczną miarą przyrostu zamożności akcjonariuszy w jednostce czasu, a faktyczne zmiany cen akcji w danym okresie mogą się kształtować inaczej ze względu na irracjonalną naturę rynków finansowych, napędzanych nie tylko zmianami wartości fundamentalnej przedsiębiorstw, ale także emocjami inwestorów. Jednak w długim okresie ceny akcji podążają w ślad za wartością teoretyczną, a miary wartości są, jak podkreślają np. Copeland, Koller i Murrin [1995], najlepszymi poznanymi nośnikami zmian cen akcji w długim okresie.

Celem niniejszego artykułu jest ocena funkcjonowania koncepcji VBM w warunkach oderwania cen akcji od wartości fundamentalnych. Wielu autorów, np. Coyne i Witter [2002], Koller, Goedhart

i Wessels [2005], zwraca uwagę, że rozbieżność taka może utrzymywać się przez wiele lat. Zdaniem autora, teoretycy VBM nie byli i nadal nie są wystarczająco przygotowani na tę sytuację. Dlatego też autor proponuje spojrzenie na tę koncepcję z szerszej perspektywy i wprowadzenie do rekomendacji zwolenników VBM istotnych modyfikacji, uwzględniających realia współczesnych rynków finansowych.

Postulat ignorowania odchyłeń cen akcji od fundamentów

Zwolennicy i propagatorzy VBM zawsze byli świadomi możliwości występowania nawet znaczących odchyłeń cen akcji od ich wartości fundamentalnych. Twierdzili jednak, że samo oderwanie cen akcji od ich wartości fundamentalnych, nawet przyjmując jego względną trwałość, nie zakłóca logiki VBM jako filozofii zarządzania przedsiębiorstwem; miara teoretycznej wartości pozostaje najlepszym możliwym miernikiem efektywności gospodarowania i najlepszą możliwą podstawą stosunków kontraktowych między inwestorami a zarządami spółek giełdowych. Postulowali więc, że mimo owych odchyłeń, przy podejmowaniu decyzji strategicznych w przedsiębiorstwach należy kierować się kryterium maksymalizacji wartości i abstrahować od „anomalii”, na które zarządy nie mają istotnego wpływu.

Filozofia VBM oparta jest na fundamentalnym założeniu, zgodnie z którym „jedyna realna kontrola, jaką menedżerowie mają nad ceną akcji (...) polega na ich zdolności tworzenia wartości” (fundamentalnej), [Cates, 1998: 59]. Dlatego też wielkość i trwałość odchyłeń cen akcji od fundamentów nie mają właściwie znaczenia, jako że kształtują się one poza strefą funkcjonowania poszczególnych przedsiębiorstw i tym samym poza sferą wpływów ich zarządów. Oznacza to, że zarządy przedsiębiorstw powinny – według zwolenników stosowania VBM i miar wartości – zachowywać się tak, jak gdyby ceny akcji je odzwierciedlały, niezależnie od stanu faktycznego.

Postulat działań zorientowanych na minimalizację odchyień

W ostatnich latach następowano stopniowo i bardzo ostrożnie odejście od podejścia, zgodnie z którym należało w przedsiębiorstwach ignorować odchylenia cen akcji od ich teoretycznych wartości i zachowywać się tak, jakby nie miały one miejsca, w kierunku uznania, że trzeba nauczyć się żyć z owymi odchyleniami. Jeszcze w pochodzącym z 1995 r. drugim wydaniu *Valuation...*, Copeland i współpracownicy podkreślali istnienie w długim okresie silnej korelacji pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego zdyskontowanymi przepływami pieniężnymi, nie traktując „z natury krótkookresowych” odchyień jako problemu. W najnowszym, czwartym wydaniu *Valuation...* z 2005 r., Koller, Goedhart i Wessels, jakkolwiek twierdzą, że w długim okresie ceny akcji odzwierciedlają fundamenty, to dużo miejsca poświęcają rekomendacjom odnośnie do pożądanego zachowania zarządów w warunkach oderwania cen akcji od „właściwej” wartości, co stanowi dobitny przykład przełomu dokonanego w ciągu ostatnich lat w postrzeganiu i stosunku do kwestii różnic między cenami rynkowymi akcji a ich wartościami fundamentalnymi.

Swoisty przełom polega więc na dostrzeżeniu, że oderwanie cen od fundamentów może się utrzymywać przez jakiś czas, powodując konieczność radzenia sobie przez zarządy giełdowych przedsiębiorstw z taką sytuacją, zamiast uprzedniego wyraźnego i zdecydowanego nawoływania do ignorowania kwestii pojawiających się odchyień przy podejmowaniu w spółkach decyzji, co było jedną z myśli przewodnich wydania z 1995 r. i jednym z głównych postulatów filozofii zarządzania wartością. Jak się zdaje, zmiana ta wynika z konieczności zajęcia stanowiska w obliczu realiów (przemian, jakie zaszły na rynkach akcji w ostatnich latach), których już dłużej nie dało się ignorować.

Należy w tym miejscu odnotować, że ostatnie dane rynkowe wykorzystane w wydaniu z 1995 r. do poparcia tezy o istnieniu silnej korelacji pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego zdyskontowanymi przepływami pieniężnymi pochodziły z 1991 r. Obserwacja ta jest istotna z tego względu, że – jak wynika z późniejszych analiz (przeprowadzanych m.in. również przez firmę konsultingową McKinsey, której pracownikami są autorzy wspomnianej publikacji) – to właśnie w latach 90. ub. wieku nastąpiło nieracjonalne na gruncie obowiązującej teorii oderwanie cen akcji od ich wartości fundamentalnych; wcześniej ceny akcji w długim okresie podążały w ślad za fundamentami. Jak stwierdza przewodniczący American Finance Association, G. Constantinides [2002], wzrost cen akcji w I połowie lat 90., czyli jeszcze przed nadejściem bańki internetowej, jest jedną z zagadek, czy też

„dowodów interpretowanych jako niemożność wyjaśnienia za pomocą paradygmatu racjonalności ekonomicznej poziomu cen i stopy zwrotu na aktywach finansowych zarówno na poziomie makro, jak i mikro” [2002: 1567–1568].

Nawet jeżeli założyć, że na poziomie giełdowych cykli koniunkturalnych ceny akcji miałyby postępować za zmianami wartości fundamentalnych, to przez zdecydowaną większość czasu będą się od owych wartości różnić. Co więcej, ogromna niepewność co do czasu trwania cykli koniunkturalnych przy społeczno-kulturowych uwarunkowaniach wzrostu popularności giełdy i napływu nowych środków [Shiller, 2000] prowadzić musi do wzrostu ryzyka i spadku popularności arbitrażu długookresowego, co dalej utrwala stan oderwania cen akcji od fundamentów. W efekcie zarządy spółek giełdowych muszą nauczyć się funkcjonować w warunkach takiego oderwania.

Koller i współpracownicy [2005] zgodnie z myślą nurtu VBM postulują kierowanie się w strategicznych decyzjach dotyczących działalności przedsiębiorstw analizą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, wskazując, że jeżeli cena akcji przedsiębiorstwa ostatecznie zrówna się z jego właściwą wartością w długim terminie, przedsiębiorstwa skorzystają na takim podejściu. Jak piszą, ważne jest tutaj długookresowe zachowanie się kursu akcji, a nie to, czy w danym okresie akcje są niedowartościowane lub przewartościowane o 5 czy 10%. W związku z tym, przyjmując do wiadomości fakt utrzymującego się przez okres kilku lat oderwania cen akcji od ich wartości (co więcej, samemu dokumentując to zjawisko), wskazują na zasadność czy wręcz konieczność podejmowania przez zarządy spółek giełdowych działań nastawionych na zrównanie cen akcji ich przedsiębiorstw z odpowiadającymi im wartościami fundamentalnymi. Oznacza to, że odchylenia te traktowane są przez Kollera i współpracowników [2005] jako szkodliwe i za konieczne uważają oni dodanie kwestii i nacisk na dążenia do ich eliminacji, ponieważ tylko wtedy będzie można obronić samą ideę orientacji na wartość teoretyczną przy podejmowaniu strategicznych decyzji w przedsiębiorstwie i całą filozofię zarządzania wartością (VBM).

Warto zauważyć, że Jensen [2004], a także Koller i współpracownicy [2005] uważają, że to w interesie przedsiębiorstw leży, aby ceny akcji jak najwierniej odpowiadały ich teoretycznym wartościom wyliczonym za pomocą metod zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Występujące okresowo odchylenia traktowane są jako problem, a dobro przedsiębiorstwa jest przeciwstawiane zachowaniom bezimiennych akcjonariuszy. Zdaniem tych autorów zawyżone ceny akcji prowadzą często do błędnych decyzji menedżerskich zorientowanych na sztuczne podtrzymywanie owych cen, co wobec nieuchronności ich ostatecznego spadku jest szkod-



liwe. Z kolei zbyt niskie ceny akcji stanowią zagrożenie dla niezależności przedsiębiorstwa ze względu na groźbę przejęć. Na przykład w przypadku przewartościowania autorzy ci postulują emisję akcji po owych zawyżonych cenach, natomiast w przypadku niedowartościowania – skupowanie akcji własnych. Można więc podsumować, że odpowiednią VBM i jej propagatorów na utrzymujące się odchylenie cen akcji od ich właściwych wartości jest postulat działań zorientowanych na minimalizację owych odchylenia. W myśl tej filozofii odchylenia te są wrogiem przedsiębiorstw, i to wrogiem, z którym należy się liczyć. Po raz pierwszy więc w literaturze VBM przestają one być „błędem” i stają się czynnikiem istotnym z punktu widzenia zarządzania przedsiębiorstwem.

Konieczność uwzględnienia sytuacji konkurencyjnej na giełdzie

Teoretycy VBM, podkreślając szkodliwość oderwania cen akcji od fundamentów, nie dostrzegają niestety konieczności uwzględnienia w działalności przedsiębiorstw sytuacji konkurencyjnej na rynku akcji. Uwzględnienie jej zmienia całkowicie optykę patrzenia na owo oderwanie. Jak pisze Williams [2000: 6], jesteśmy świadkami wykształcenia się „nowej formy konkurencji wszystkich przeciwko wszystkim, gdzie każda spółka giełdowa musi konkurować jako przedmiot inwestycji, by sprostać tym samym standardom” rynków finansowych.

Przyjęcie perspektywy strategii konkurencyjnej każe uwzględnić we własnym zachowaniu zachowanie innych graczy (przedsiębiorstw). Mówiąc o stosunku zarządu do oderwania cen akcji od wartości fundamentalnych, zwłaszcza *in plus* (czyli przewartościowania), nie można abstrahować od zachowań innych spółek giełdowych w tym obszarze. Jeżeli w danym okresie na giełdzie panuje jakaś moda i powszechne jest podejmowanie przez zarządy spółek określonych działań mających na celu zwiększenie ceny akcji ponad wartość fundamentalną, nieprzyłączenie się przedsiębiorstwa do panującej mody skutkować będzie spadkiem ich wyceny rynkowej względem innych przedsiębiorstw, ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami niedowartościowania. Na przykład, gdy na giełdach świata rozwijała się bańka internetowa, w interesie przedsiębiorstw (a także właścicieli) było podejmowanie inicjatyw (czasami wystarczała nawet sama deklaracja zainteresowania) związanych z internetem, nawet jeśli projekty takie wykazywały ujemną wartość bieżącą netto; zaniechanie groziło tanim wrogiem przejęciem firmy i zwolnieniem zarządu. Ponieważ w okresach takich mód giełdowych zdecydowanie najbardziej popularną „walutą”, którą płaci się za akcje firm przejmowanych, są akcje firmy przejmującej, otrzymanie zapłaty w ta-

kich przewartościowanych, „nadmuchanych” akcjach byłoby ewidentnie niekorzystne dla akcjonariuszy spółki przejmowanej, i to niekorzystne tym bardziej, im mniej „napompowane” byłyby akcje ich własnej spółki. Abstrahując w tym miejscu od racjonalności różnych mód giełdowych bądź jej braku, ignorowanie konkurencyjnej natury rynków akcji stawia przedsiębiorstwo w bardzo niekorzystnej sytuacji.

Należy także wyraźnie podkreślić, że mody giełdowe stanowią tutaj jedynie skrajny, najbardziej wyrazisty przypadek, zaś zarządy przedsiębiorstw mogą trwale wpływać na wysokość notowań (niezależnie od kształtowania wartości fundamentalnej) za pomocą wielu narzędzi, z których najszerzej znane są techniki IR. Jako korzyść z przewartościowania wymienić można także możliwość taniego przejęcia dobrej, lecz gorzej wycenianej na giełdzie spółki przy zapłacie własnymi, przewartościowanymi akcjami. W takiej sytuacji na przewartościowaniu spółki skorzysta i dana firma, i jej długoterminowi inwestorzy.

Jak już wspomniano, teoretycy VBM przytaczają argument, że odchylenie czy przewartościowanie, wcześniej czy później musi zaniknąć. Niezależnie od tego, czy mają tu rację, czy też nie, powyższa analiza wskazuje, że okres, w jakim owo „przewartościowanie” może się utrzymywać, chociażby wskutek mody giełdowej, jest wystarczająco długi, aby przedsiębiorstwa we własnym interesie musiały się dostosować do sytuacji konkurencyjnej na rynkach akcji (wypadkowej działań konkurencyjnych przedsiębiorstw i oczekiwań rynków).

Wnioski

Przechodząc do wniosków końcowych, należy podkreślić, że przeprowadzona analiza nie wskazuje na potrzebę odrzucenia VBM jako filozofii zarządzania przedsiębiorstwem; miara wartości fundamentalnej nie staje się bezużyteczna jako podstawa stosunków kontraktowych między inwestorami a zarządami spółek giełdowych.

Najważniejszym efektem zderzenia VBM z realiami współczesnych rynków kapitałowych jest konieczność rozszerzenia postrzegania areny walki konkurencyjnej przedsiębiorstw na same rynki finansowe. Sytuacja taka wyznacza nowy obszar walki konkurencyjnej, co jednak nie może w żaden sposób oznaczać rezygnacji z walki konkurencyjnej na tradycyjnych polach strategii. Tym samym nowe strategie konkurencyjne nie mają na celu zastąpienia starych, lecz ich dopełnienie. Konkurencja na rynkach akcji powoduje, że obok zarządzania wartością (maksymalizacji wartości fundamentalnej) menedżerowie powinni wpływać bezpośrednio („zarządzać”) na cenę akcji kierowanych przez nich przedsiębiorstw. Stawia to przed zarządami przedsiębiorstw zupełnie nowe zadania i oznacza konie-

czność dokładnego poznania mechanizmów funkcjonowania giełd.

dr Lesław Pietrewicz
Instytut Nauk Ekonomicznych PAN

PRZYPIS

* Nie istnieje jedna, powszechnie akceptowana miara wartości. Różne firmy konsultingowe opracowały własne, wzajemnie konkurencyjne wersje owych miar, np. firma Stern Stewart opracowała miarę *Economic Value Added* (EVA), LEK/Alcar wprowadziły miarę *Shareholder Value Added* (SVA), firma McKinsey wymyśliła *Economic Profit*, a Boston Consulting Group posługuje się *Cash Flow Return on Investment* (CFROI).

BIBLIOGRAFIA

- [1] CATES D.C., *Turning shareholder value into stock price*, „ABA Banking Journal” 1998, 90 (5).
- [2] CONSTANTINIDES G.M., *Rational Asset Prices*, „Journal of Finance” 2002, 57 (4).
- [3] COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, II wyd., John Wiley & Sons, New York 1995.
- [4] COYNE K.P., WITTER J.W., *Taking the Mystery out of Investor Behavior*, „Harvard Business Review” 2002, 80 (9).
- [5] JENSEN M.C., *Agency Costs of Overvalued Equity*, „Harvard NOM Working Paper”, no. 04-26 i „ECGI – Finance Working Paper” 39/2004, dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=480421>.
- [6] KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, IV edycja, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2005.
- [7] SHILLER R.J., *Irrational Exuberance*, Broadway Books, New York 2000.
- [8] WILLIAMS K., *From shareholder value to present-day capitalism*, „Economy and Society” 2000, 29 (1).

Summary

The purpose of this paper is to confront the value-based management (VBM) business philosophy with the stock market inefficiency (the situation of stock prices not reflecting fundamental values). The author shows how VBM theoreticians' attitude toward inefficient stock prices has evolved over time, and explains how the current approach is insufficient. The final part of the paper is dedicated to explaining the competitive nature of stock markets and how it affects the VBM philosophy.
