

Wstęp

Jeżeli decyzje finansowe w przedsiębiorstwie można podzielić na krótko- i długoterminowe, to ta książka jest poświęcona tym drugim. Choć zdajemy sobie sprawę z tego, że „strategia” jest – jak pisze J. Knight – jednym z najbardziej nadużywanych w biznesie słów¹, to jednak zaryzykujemy stwierdzenie, że jest to książka o strategicznych decyzjach finansowych. Strategicznych, bo mających dalekosiężne, długofalowe skutki i jednocześnie odzwierciedlających sposób realizacji ostatecznego celu działania przedsiębiorstwa, za jaki przyjmujemy w tej książce maksymalizację wartości kreowanej dla jego właścicieli. Decyzji o strukturze kapitału czy polityce wypłat dla udziałowców, rozpatrując je w kontekście wpływu na koszt kapitału i wartość przedsiębiorstwa, nie podejmuje się codziennie, a właśnie takim decyzjom poświęcona została ta publikacja. Oczywiście, zarówno struktura kapitału, jak i wypłaty dla akcjonariuszy, zmieniają się w pewnym stopniu okres po okresie. Przedsiębiorstwa nie działają przecież w „płaskim” świecie stałych wartości zmiennych, warunkujących to działanie. Funkcjonują w otoczeniu nie do końca przewidywalnym, pełnym „niespodzianek” i wielowymiarowym, wymuszającym biznesową elastyczność i przejściowe dostosowania. Jednak zarządy świadome znaczenia optymalizacji w dziedzinie struktury i kosztu kapitału oraz polityki wypłat będą stale wracać na wyznaczoną długookresową ścieżkę najlepszych dla właścicieli przedsiębiorstwa wartości tych parametrów. To w takim sensie mówimy tu o długoterminowości decyzji finansowych, których przedmiotem są właśnie: struktura kapitału (rozdział trzeci), polityka wypłat dla właścicieli (rozdział czwarty) oraz zależny od nich koszt kapitału (rozdział drugi). Wartość przedsiębiorstwa i jej kreacja (rozdziały pierwszy i piąty) jest natomiast ostateczną instancją, przez pryzmat której należy oceniać skuteczność wspomnianych decyzji.

W pewnym sensie jest to książka o finansowych zagadkach. Od czasu ukucia przez F. Blacka terminu „zagadka dywidendy” (ang. *dividend puzzle*) społeczność akademicka, rynki finansowe i zarządy spółek bez wątpienia sporo się o niej dowiedziały, choć wciąż pozostaje ona nie do końca rozpoznany fenomen o statusie czynnika z niejasnym wpływem na rynkowe wartości spółek². W 1984 r. S. Myers sparafrazował konkluzję F. Blacka o zagadkowości dywidendy, stawiając w jednym ze swoich artykułów kolejne kłopotliwe pytanie dotyczące tego, w jaki sposób spółki ustalają swoje struktury kapitału i odważnie na nie odpowiadając: „nie wiemy”³. Akademicki świat przyznał się po raz kolejny do swojej

¹ J.A. Knight, *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, New York 1998.

² F. Black, *Dividend Puzzle*, „The Journal of Portfolio Management” 1976, nr 2.

³ S.C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, nr 3.

bezsilności wobec następnej zagadki, tym razem „zagadki struktury kapitału” (ang. *capital structure puzzle*). Podobnie rzecz się ma z kosztem kapitału, o szacowaniu którego nie od dziś wiadomo, że dla wielu bardziej przypomina ono sztukę niż naukę. Nie raz przekonaliśmy się, że problematyka ta wzbudza szalenie dużo kontrowersji. Naszym zamiarem zatem było, by wspomniane zagadki choć trochę „oswoić”. Pozwalając sobie na chwilę na grę słów, do owych „puzli”, które ostatecznie mają dać nam pełny obraz danego zagadnienia, potrafimy dziś – po kilkudziesięciu latach od swoistego manifestu bezradności F. Blacka i S. Myersa – dodać pewną liczbę nowych elementów. Przedstawiamy zatem zarówno obecny stan teoretycznej wiedzy w dziedzinie długookresowych decyzji finansowych, empiryczny dorobek w tym zakresie, jak i rekomendacje co do sposobu ich podejmowania, jakie na tej podstawie można sformułować.

Na skutek włączenia do struktury książki rozdziału poświęconego motywacyjnemu wynagradzaniu jest to jednocześnie praca o nowych rolach dyrektora finansowego i jego współpracowników. W jednym ze swoich ostatnich artykułów T. Copeland pisze, że do tradycyjnych zadań dyrektora finansowego (CFO – ang. Chief Financial Officer) dochodzą nowe, będące odpowiedzią na zmieniające się – wydaje się, że coraz szybciej – warunki działania przedsiębiorstw⁴. Finansista w spółce nie zajmuje się już wyłącznie pozyskiwaniem kapitału i sposobami jego inwestowania, ale coraz częściej również pomiarem wyników działalności, architekturą programu motywacyjnego wynagradzania i relacjami z inwestorami. To też decyzje długookresowe i nawet ta problematyka bywa zaliczana do zbioru korporacyjnych zagadek⁵. Piszemy o motywacyjnym wynagradzaniu z dwóch powodów. Po pierwsze, ponieważ zgadzamy się z tezą T. Copelanda, który twierdzi, że wymagania, jakie nakłada współcześnie na dyrektora finansowego zakres jego obowiązków, wykraczają daleko poza kompetencje, jakie może on zbudować podczas typowego kursu finansowego, nawet takiego jak MBA, na uniwersytecie. Czynimy to jednak również dlatego, ponieważ nie mamy wątpliwości, że długookresowe decyzje finansowe muszą być zintegrowane i spięte swoistą kłamrą, której rolę spełnia wartość przedsiębiorstwa. Trudno nam sobie wyobrazić skuteczne podejmowanie decyzji w dziedzinie struktury i kosztu kapitału oraz polityki wypłat, optymalnych z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa, bez adekwatnego programu motywacyjnego wynagradzania, który będzie dawał bodźce do ich podejmowania. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa (VBM – ang. *Value Based Management*), które stanowi w tej książce swoistą **ramę** dla omawianych w kolejnych rozdziałach decyzji finansowych, jest w rzeczywistości systemem zarządzania przedsiębiorstwem, w którym jego

⁴ T. Copeland, *What Do Practitioners Want?*, „Journal of Applied Finance” 2002, nr 1.

⁵ Np. T.T. Milbourn, *The Executive Compensation Puzzle: Theory and Evidence*, www.ssrn.com.

poszczególne elementy są ze sobą sprzężone i podporządkowane realizacji finalnego celu, jakim jest maksymalizacja wartości kreowanej dla akcjonariuszy. Wartość przedsiębiorstwa i wartość dla akcjonariuszy czy wreszcie kreacja wartości dla akcjonariuszy są w tej publikacji pojęciami pierwszoplanowymi, dyktującymi sposób analizy prezentowanych w niej zagadnień.

Niniejszą książkę adresujemy zarówno do menedżerów podejmujących długookresowe decyzje finansowe, jak i do studentów przygotowujących się do ich podejmowania w przyszłości. I choć nie jest to w żaden sposób kompletny kurs zarządzania finansami przedsiębiorstwa – wszak powiedzieliśmy, że nie uwzględniamy w nim krótkookresowych (bieżących) decyzji finansowych – to jednak wyznacza on ramy, w których powinno się rozpatrywać właśnie te drugie, podążając niejako drogą od płynności do wartości. Mamy też nadzieję, że po pozycję tę chętnie sięgać będą również nauczyciele akademicy oraz pracownicy nauki prowadzący badania w dziedzinach związanych w jakiś sposób z prezentowanymi w niej zagadnieniami.

Składamy podziękowania recenzentom – Pani Profesor Marii Sierpińskiej oraz Panu Profesorowi Dariuszowi Zarzeckiemu – za cenne uwagi, których uwzględnienie bez wątpienia podniosło – *nomen omen* – wartość pracy. Dziękujemy także Panu Doktorowi Andrzejowi Szablewskiemu, zarówno za opinię na temat książki, jak i za całą dotychczasową współpracę.