

Ekonomia złożoności

Rozmowa z **prof. Elżbietą Mączyńską**, szefową katedry Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa SGH, prezesem Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, absolwentką ekonomii Uniwersytetu Warszawskiego.

Pani profesor, porozmawiajmy o interpretacji wartości rynkowej w kontekście szerszej teorii ekonomicznej. Kwestia wartości i ceny jest rozpatrywana od wieków, nie tylko w nauce o finansach. Mam pytanie - czy istnieje jedynie słuszna wartość?

To bardzo złożony problem. Początków teorii wartości i ceny, czyli rozważań o tym, co kształtuje wartość i decyduje o cenach dóbr można upatrywać już w czasach antycznych. Rozważania na ten temat znajdujemy w dziełach wielkich filozofów, w tym na przykład Arystotelesa (który żył w latach 384 p.n.e. – 322 p.n.e). W starożytności były to jednak rozważania z pozycji bardziej filozoficznej niż ekonomicznej. Punktem wyjścia było dobro człowieka.

Wartość rozpatrywana była jako kategoria etyczna, związaną z kwestią sprawiedliwości społecznej. Poszukiwano odpowiedzi na pytanie co jest ceną sprawiedliwą. Wieki później pojawiła się koncepcja tzw. ceny sprawiedliwej św. Tomasza z Akwinu (żył w latach 1225 – 1274).

A bardziej współcześni filozofowie?

Współcześnie ten nurt rozważań został, niestety, zmarginalizowany. Podzielam pogląd, że ma to związek z ułomnym odczytywaniem myśli Adama Smitha (1723 – 1790), uznanego za ojca ekonomii klasycznej i teorii rynku), że rynek zwalnia jego uczestników z wymogu zastanawiania się nad kwestiami moralności. Skoro bowiem dążenie do własnych egoistycznych interesów i tak doprowadzi – jakby kierowane niewidzialną ręką - do społecznego dobrobytu i „bogactwa narodowego”, to wszystko „co musi nas obchodzić i wszystko, co powinniśmy robić – to upewnienie się, że działamy zgodnie z naszym interesem”. Adam Smith jako pierwszy rozróżnił cenę naturalną od ceny rynkowej, podkreślając, że tę pierwszą wyznaczają czynniki długookresowe, a druga wyznaczana jest krótkookresowo przez bieżącą sytuację na rynku. Tylko cena naturalna odpowiada wartości. Natomiast ceny rynkowe oscylują wokół wartości prawie nigdy się jej nie równając, co do dziś potwierdza praktyka.

Rozważania Adama Smitha kontynuował Dawid Ricardo (1772 – 1823) według którego źródłem wartości produktu jest praca. Jest to tzw. laborystyczna teoria wartości.

W teorii ekonomii są dwie szkoły – tzw. ricardiańska, wycena wartości poprzez nakłady ponoszone na daną nieruchomość. Za wartość normalną uznaje się tę, która oscyluje wokół tych nakładów. W ramach drugiej szkoły, tzw. rynkowej, wartość wyznaczana jest nie jako

pochodna ponoszonych nakładów, lecz jego użyteczności, czyli stopnia w jakim produkt określa oczekiwania i zadowolenie klienta, co określa tzw. krzywa użyteczności.

Kwestia maksimum zadowolenia jest przedstawiana w ekonomii za pomocą modelu ogólnego optimum w gospodarce i funkcji dobrobytu społecznego, łączącego optimum wymiany (czyli sytuacji, gdy w gospodarce nie ma ani niedoboru ani nadwyżki) i optimum produkcji, czyli sytuacji, gdy wszystkie zasoby zostały wykorzystane i nie dochodzi do marnotrawstwa dóbr.

Jak te dwa nurty teoretyczne wpływają na wycenę nieruchomości?

Obecnie dokonują się głębokie przemiany w samej ekonomii. Choć przemiany te obecnie wiązane są z globalnym kryzysem, to ich podłoże jest głębsze. Moim zdaniem kryzys to tylko przysłowiowy „gwoździem do trumny”. Podstawową przyczyną zmian jest przełom cywilizacyjny, który dokonuje się w skali globalnej. Od cywilizacji kominów fabrycznych przechodzimy do cywilizacji, która bazuje na wiedzy – jak dziś nazywamy ten nowy wzorzec, czyli paradygmat.

Choć nie jest to według mnie nazwa zbyt fortunna bo przecież cywilizacja ludzka była zawsze oparta na wiedzy (czego dowodzą dokonania Pitagorasa, Arystotelesa, Einsteina i wielu innych) – ale taka właśnie nazwa w nauce się upowszechniła. Chodzi o to, że wiedza staje się uniwersalnym substytutem. Potwierdza to nie tylko teoria, ale i praktyka i ostatnio mnożące się publikacje z pogranicza nauki i beletrystyki, a także filmy dotykające tej problematyki.

Ma pani pewnie na myśli film „The Social Network” o Marku Zuckerbergu, twórcy Facebooka, który jeszcze do niedawna gościł na naszych ekranach kinowych?

To bardzo dobry przykład owego paradygmatu. Facebook to firma, której wartość w ciągu sześciu lat od powstania osiągnęła zawrotną wartość sięgającą niemalże 30 mld USD. Dla porównania firma Google w ciągu niespełna dziesięciu lat osiągnęła wartość około 150-200 mld USD. Mark Zuckerberg zaczynał od 1000 USD pożyczki, twórcy Googla na początku mieli laptopa i wynajęte mieszkanie. Takie właśnie możliwości stwarza cywilizacja wiedzy.

Czyli świadczy o zmianach czynników kształtowania wartości.

Gwałtownie zyskują czynniki niewidzialne, niematerialne, takie jak: wiedza, pomysł, kreatywność. To bardzo komplikuje wycenę biznesu. Dotyczy to także nieruchomości. W ekonomii zawodzą podejścia jednostronne. Doktrynalne. Ekonomia coraz bardziej wymaga podejścia heterogenicznego i stopniowo kształtuje się nowy nurt - ekonomia złożoności.

Doceniam wagę standardów wyceny, ale z punktu widzenia tak pojmowanej ekonomii nie istnieje jedna, jedyna słuszna wartość rynkowa.

Weźmy dla przykładu definicję wartości rynkowej jako wartości dla optymalnego sposobu wykorzystania nieruchomości. A czym jest optymalny sposób? W praktyce odpowiedź na to

pytanie przeważnie jest niejednoznaczna. Występują bowiem różnice w indywidualnym pojmowaniu optimum. Inaczej pojmują je właściciele, inaczej nabywcy. Ponadto występują istotne różnice między tymi grupami, w zależności od preferowanych modeli biznesu, czy życia.

No właśnie – optymalny, czyli

Najlepszy w danych warunkach. Jest to określenie jasne teoretycznie, ale w praktyce niejednoznaczne. Zastosowanie kryterium optymalizacyjnego w praktyce szacowania wartości poszczególnych nieruchomości – jako kryterium podstawowego – byłoby niezwykle trudne, jeśli w ogóle możliwe i wcale nie pomniejszałoby, moim zdaniem, ryzyka subiektywizmu w wycenie, tym bardziej, że nie ma dwu identycznych nieruchomości, zawsze się czymś różnią między sobą.

Nie przekonuje mnie podejście bazujące na jednej, jedynie słusznej wycenie. Możliwości określania obecnie przez rzeczoznawców optymalnego sposobu użytkowania danej nieruchomości SA bardzo ograniczone i to z wielu względów. Takie podejście może mieć natomiast zastosowanie, ale też w ograniczonych ramach, w doradztwie inwestycyjnym.

Wyobraźmy sobie nieruchomość mieszkaniową na parterze w budynku wielolokalowym w dobrym punkcie z komercyjnego punktu widzenia. Może powinna być to kawiarnia. Ale może mieszkańcy nie akceptują takiego rozwiązania. Jeśli ten budynek jest wspólnotą, nie wiem co jest tu wartością optymalną.

Mogę wycenić tę nieruchomość wobec obecnego sposobu użytkowania i realiów rynkowych, i powiedzieć co by było, gdyby ten obiekt zamienić na hotel – ocenić że wówczas wartość nieruchomości wzrośnie. Ale czy nie wpłynie to negatywnie na wartość pozostałych lokali, w tym zwłaszcza mieszkalnych? Zadaję pytanie – czy to jest optymalne, że tam ma być np. obiekt komercyjny, kto ma o tym przesądzić? Czy to ma ustalić rzeczoznawca?

Chyba raczej inwestor, zleceniodawca wyceny?

Uważam, iż wycena nieruchomości bazująca na kryterium optymalnego użytkowania jest użyteczną metodą w doradztwie inwestorom. Natomiast obecnie, stosownie do realiów rynkowych wartość nieruchomości szacowana jest z zastosowaniem podejścia porównawczego, dochodowego, kosztowego czy mieszanego. Inwestorowi możemy oczywiście wskazać iż optymalnie - z punktu widzenia obecnej polityki gospodarczej, wymogów rynku, czy perspektyw rozwojowych danego regionu – byłoby przeznaczenie danej nieruchomości np. na kawiarnię czy inny obiekt komercyjny. Wtedy inwestor podejmuje decyzję, czy przy oszacowanej wartości rynkowej opłaca się mu kupić tę nieruchomość czy nie?

Miałabym trudności w ocenie co oznacza wartość dla optymalnego sposobu użytkowania mojego mieszkania. Wiem natomiast ile w tej chwili jest ono warte, w obecnych realiach

rynkowych. Przyjęcie podejścia optymalizacyjnego w wycenie oznaczałoby, że nieruchomości ma tylko jedną jedyną wartość. Ale życie i praktyka SA bardziej złożone, skomplikowane.

Porozmawiajmy o analogiach w wycenie nieruchomości i przedsiębiorstwa

Zarówno w wycenie nieruchomości jak i przedsiębiorstw stosowane jest podejście dochodowe. Występują jednak różnice w nazewnictwie. Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstwa wykazują wiele podobieństw do kosztowego podejścia w wycenie nieruchomości. W wycenie przedsiębiorstwa zakłada się, w odróżnieniu od wyceny nieruchomości, konieczność zastosowania co najmniej dwóch metod. Każda z nich bowiem prowadzi do innych wyników. Nie świadczy to o słabości teje, ale zależy od punktu wyjścia wyceny, który w każdej z metod jest inny.

W przypadku podejścia dochodowego w wycenie przedsiębiorstw podstawą są prognozowane dochody, trzeba je zatem przewidzieć. Żaden ekspert nawet najlepszy nie może ze 100 proc. pewnością stwierdzić, że w przyszłości powie, że będzie tak i tak. Dlatego też podstawą dochodowej wyceny przedsiębiorstw jest wieloscenariuszowy biznes plan, w którym zakłada się m.in. wariant pesymistyczny (dochody będą spadać), optymistyczny (będą rosły) i stagnacyjny (bez zmian). Za każdym razem otrzymujemy inną wartość, dlatego ekspert wyceniający przedsiębiorstwa powie, że wartość danej firmy mieści się w przedziale x...y w zależności od sytuacji, jaka wystąpi. Nie mówi, że w optymalnych warunkach będzie tak i tak – bo nie wie jakie warunki będą czy są optymalne.

Nie wystarczy wycenić przedsiębiorstwo jedną metodą, stosowane są co najmniej dwie. Zwykle jako punkt wyjścia przyjmuje się wycenę majątkową, przechodząc potem do dochodowej. W wycenie przedsiębiorstwa zakłada się zatem wieloscenariuszowość, czego nie ma w wycenie nieruchomości. Gdyby takie rozwiązanie przyjąć w szacowaniu wartości nieruchomości – jedną z wielu opinii mogłaby być ta w opinii rzeczoznawcy wartość „optymalna”.

Ustalenie z pozycji eksperta, że dany obiekt ma jeden możliwy sposób optymalnego użytkowania – jest według mnie niemożliwe. Powstaje tu pytanie, czy rzeczoznawca będzie mógł jednoznacznie określić, że taki a nie inny sposób użytkowania jest optymalny. Jeśli tak, to oznaczałoby to, że dana nieruchomość ma jedną i jedynie słuszną wartość. Moim zdaniem, w dzisiejszych złożonych i niebywale szybko zmieniających się realiach w odniesieniu do niemalże żadnego obiektu nie można takiej wartości jednoznacznie określić. Bardziej zasadne jest podejście wielowariantowe.

Założmy, że chcę sprzedać mój dom. Czy mam wynajmować dwóch różnych specjalistów wyceny?

Nie, rzeczoznawca powinien powiedzieć, że przy podejściu porównawczym, biorąc pod uwagę transakcje rynkowe zawarte na podobne objekty, ma pani szansę na taką i taką wartość. Niestety, rzeczoznawca zgodnie ze standardami poda jedną wartość, a bardziej

zasadne i realistyczne byłoby określanie wartości w widełkach. Jest już tu pewien postęp, bo w praktyce rzeczoznawczej wycofano się z zasady określania wartości nieruchomości z dokładnością co do złotego. Obecnie jest ona zaokrąglana, ale wciąż nie jest podawana widełkowo. Zapyta ktoś, co na widełkowość powiedziałaby Urząd Skarbowy – myślę, że powinien sam ustalić, którą wartość będzie brał pod uwagę.

O potrzebie elastycznego podejścia przekonuje życie. O jego zawiłościach przypomina Czesław Miłosz w książce *Zniewolony umysł*. Książkę opatrzył sentencją Starego Żyda z Podkarpacia:

(W ramce)

Jeśli dwóch się kłóci, a jeden ma rzetelnych 55 procent racji, to bardzo dobrze i nie ma się co szarpać. A kto ma 60 proc. racji? To ślicznie, to wielkie szczęście i niech Panu Bogu dziękuje! A co by powiedzieć o 75 proc. racji? Mądrzy ludzie powiadają, że to bardzo podejrzane. No, a co o 100 procent? Taki, co mówi, że ma 100 procent racji, to paskudny gwałtownik, straszny rabuśnik, największy łajdak.

Świat jest za bardzo złożony.

Przekłada się to na wycenę, nie tylko zresztą nieruchomości. Przede wszystkim zapytajmy - po co się wycenia? Wycena sporządzana jest dla kupującego lub dla sprzedającego, którzy przecież inaczej ustalają stopę dyskonta; dla obu stron innym ryzykiem obarczona jest taka transakcja.

Wracam do pytania - co oznacza optymalny sposób wykorzystania nieruchomości?

Optymalny w definicji na gruncie ekonomii oznacza maksymalizację funkcji celu. Ale jaka jest ta funkcja celu? Przy wycenie mieszkania - ta funkcja określa warunki mieszkaniowe. Ale jeden woli mieszkać w kawalerce, a drugi musi mieć 200 m kw. Kto ma rozstrzygnąć, czy dane użytkowanie jest optymalne? Ja bym się nie podjęła. Nie jestem rzeczoznawcą.

My możemy nazwać, umówić się, że jakieś sposoby są optymalne, dla mnie ta kategoria jest mocno nieprzejrzysta.

Byłam wczoraj w Manufakturze, mieszkałam w Hotelu Angels. Słyszałam takie opinie o tym miejscu, że optymalnie byłoby wyburzyć tę starą fabrykę (którą przebudowano in. na centrum handlowe) i wybudować tam jakiś deweloperski budynek. Dobrze, że tego nie uczyniono! Ktoś zdecydował, że te mury mają zostać i jest tam teraz hotel, muzeum, fitness club, obiekty handlowe.

Stworzenie takiego miejsca jak Manufaktura dała impuls innowacyjny całemu miastu.

Manufaktura to jedna z największych łódzkich innowacji., przykład racjonalnego wykorzystania obiektów postindustrialnych, przykład loftu, który przyciąga uwagę świata...

Z punktu widzenia optymalizacyjnego rachunku ekonomicznego być może bardziej opłacałoby się zburzyć ten obiekt i zbudować od podstaw coś nowego. Dla deweloperów z pewnością byłoby to bardzo atrakcyjne miejsce dla inwestycji na nowym, wolnym gruncie. Dla mieszkańców Łodzi czy osób, którym zależy na poszanowaniu dziedzictwa narodowego, estetyce, ładzie przestrzennym – kwestia ta przedstawia się jednak inaczej.

Czy rzeczywiście najlepszym dowodem na to, że nie istnieje jedna, jedyna i słuszna wartość są zjawiska kryzysowe?

One są jednym z dowodów. pokazały jak bardzo wycena majątku, aktywów okazała się zawodna, jak możliwość wprowadzania tzw. wartości godziwej do bilansu firmy sprzyjała manipulacją księgowym i manipulacją obrazem kondycji firmy. W przypadku dużych długów przedsiębiorstwo mogło bowiem wprowadzić do bilansu wyższą od księgową - wartość godziwą, co zarazem umożliwiało wykazanie wyższego kapitału własnego.

Gdyby istniał przymus wpisania do bilansu wartości nieruchomości występującej przy optymalnym wykorzystaniu danego obiektu, czy nie mielibyśmy do czynienia z taką wieloznacznością, jak w przypadku wartości godziwej?

Niemcy, którzy są do bólu praktyczni twierdzą, iż skoro możliwość wpisywania w bilansie wartości godziwej doprowadziło do patologii, należy się zastanowić nad zasadnością akceptowania takich wartości w sprawozdaniach finansowych i postulują bazowanie na cenie wartości nabycia pomniejszonej o umorzenie.

Ktoś powie, że to absurd – nabyłam nieruchomość podczas bessy, a teraz jest hossy...

Niemcy odpowiadają – tak, trzeba podać wartość nabycia, natomiast informacje dotyczące zmian wartości mogłyby zostać podane w nieodłącznej od sprawozdania finansowego informacji dodatkowej.

Podsumowując: bardzo chciałabym, abyśmy mieli narzędzie do określania tego czym jest optymalny sposób użytkowania nieruchomości. Chciałabym mieć dosadne argumenty ekonomiczne związane z funkcją optymalizacji celu, a następnie określenia czyjego celu (nabywcy, sprzedającego). Ale to jest możliwe teoretycznie, a w praktyce niezwykle trudne, problematyczne.

Dlatego w przypadku planowanych fuzji przedsiębiorstw zleca się wykonanie analizy due dilligence (to termin zapożyczony z języka prawniczego, oznaczający przeprowadzenie dochodzenia, analizy z należytą starannością) służącej ocenie poszczególnych koncepcji inwestycyjnych. Du dilligence to bardzo kosztowna i bardzo wymagająca analiza. Jednym z jej elementów jest wycena przedsiębiorstwa. Analiza taka jest m.in. niezbędna w przypadku fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Ma odpowiedzieć na pytanie czy taki „ożenek przedsiębiorstw” jest zasadny ekonomicznie. Obie chętne do fuzji strony powinny zlecić wykonanie takiej analizy. Pytam, co jest optymalne i dla kogo w takim przypadku? Kryteria

optymalizacyjne obu stron mogą się tu istotnie różnić, co wskazuje na potrzebę elastycznego podejścia do wyceny.

Kryzys pokazał jak bardzo refleksyjnie trzeba do niej podchodzić. Zawodne okazały się jednoznaczne regulacje. Koncepcja wartości godziwej – choć ideowo słuszna - doprowadziła do utoksyczenia aktywów wielu firm. Ponieważ tego typu miary zawodzą poszukuje się rozwiązań uniemożliwiających manipulowanie wartością majątku i sztuczne, niezgodne z prawdą ekonomiczną dostosowywanie wizerunku kondycji przedsiębiorstwa do wygody menedżerów albo pod wyobrażenia potencjalnych inwestorów.

Skoro świat się coraz bardziej złożony, to i problematyka wyceny nie powinna zamykać się w jednym punkcie wyjścia. Optymalne użytkowanie jako podstawa wyceny to koncepcja niewątpliwie intelektualnie interesująca jako jedno z możliwych, choć wielce problematycznych podejść. Podejście takie mogłoby być jedną z prób wyceny, ale wymagałoby ścisłej współpracy rzeczoznawcy z inwestorem pod kątem rozpoznania jego preferencji i jego celów. Optymalny sposób bowiem – to zgodnie z definicją ekonomiczną, sposób maksymalizujący funkcję celu. Jednak, moim zdaniem, wycena nieruchomości bazująca na optymalnym sposobie jej użytkowania nie może być ani jedynym podejściem, ani podstawowym, co najwyżej uzupełniającym i stosowanym w doradztwie inwestycyjnym. Usztywnianie procesu wyceny może bowiem prowadzić na manowce i wbrew intencjom zwiększać a nie zmniejszać ryzyko subiektywizmu w szacowaniu wartości nieruchomości.

Dziękuję za rozmowę.

Rozmawiała Magdalena Jędrzejewska

Elżbieta Mączyńska jest dr hab., profesorem nadzwyczajnym SGH (od lipca 1997), kierownikiem Katedry Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa (od września 2008), kierownikiem studiów podyplomowych: „Wycena Nieruchomości” oraz „Zarządzanie Nieruchomościami”. Pracownik naukowy Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN (od marca 1990); prezes Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego (od grudnia 2005 r.), sekretarz naukowy i członek Prezydium Rady Strategii Społeczno-Gospodarczej przy Radzie Ministrów (1994-2005).