

Monika Foltyn-Zarychta

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

PERSPEKTYWA MIĘDZYGENERACYJNA W RODZINNYCH PRZEDSIĘBIORSTWACH – MOTYWY PODEJMOWANIA INWESTYCJI I OCENA EFEKTYWNOŚCI

Wprowadzenie

Podejmowanie długoterminowych decyzji inwestycyjnych w rodzinnych małych i średnich przedsiębiorstwach wiąże się przede wszystkim z zagadnieniem transferów międzygeneracyjnych, czyli problemem sukcesji, przekazania przedsiębiorstwa spadkobiercom.

Motywy podejmowania takich inwestycji związane są więc z oczekiwaniami obecnych właścicieli względem przyszłych pokoleń i samej spółki. Jednym z kluczowych elementów jest tutaj wartość emocjonalna, którą obecny właściciel-zarządzający przypisuje przedsiębiorstwu, w tym również wartość możliwości przekazania przedsiębiorstwa następcom.

Przekazanie spółki oznacza transfer własności oraz zarządzania i podejmowania wszelkich decyzji, w tym również inwestycyjnych. Inwestowanie w formach rodzinnych różni się nieco od przebiegu procesów inwestycyjnych w dużych, notowanych na giełdzie spółkach. Jak wskazuje raport Komisji Europejskiej dotyczący przedsiębiorstw rodzinnych, inwestycje w takich przedsiębiorstwach finansowane są przede wszystkim z zysku zatrzymanego bądź ze środków prywatnych właścicieli, a dopiero w dalszej kolejności sięgają po źródła obce. Spowodowane jest to tendencją właścicieli do utrzymania kontroli nad przedsiębiorstwem¹. Motyw kontroli ma tu szczególne znaczenie, wiąże się bowiem z posiadaniem. Autorzy tego samego raportu zwracają uwagę, że przekazanie przedsiębiorstwa następ-

¹ Overview of Family–Business–Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies, Final Report of the Expert Group, European Commission Enterprise and Industry Directorate-General, November 2009, s. 14-15.

nym pokoleniom oznacza nie tylko przekazanie samej spółki, ale również pewnego przekazywanego z pokolenia na pokolenie kapitału społecznego i kulturalnego, takiego jak poświęcenie na rzecz przedsiębiorstwa oraz społeczności².

Celem artykułu jest identyfikacja przesłanek, jakimi kierują się właściciele firm rodzinnych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych o zasięgu międzygeneracyjnym, a także konsekwencji ujęcia perspektywy międzygeneracyjnej dla sposobu oceny efektywności inwestycji długoterminowych.

Hipoteza badawcza została sformułowana następująco: właściciele małych i średnich przedsiębiorstw o charakterze rodzinnym w podejmowaniu długoterminowych decyzji inwestycyjnych kierują się przesłankami o charakterze finansowym i pozafinansowym, w związku z czym w ocenie efektywności inwestycji należy wyróżnić oprócz wartości czysto finansowej również wartość pozafinansową, w szczególności odzwierciedlającą długoterminową specyfikę podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Przyjęta w artykule metoda badawcza opiera się na krytycznej analizie literatury przedmiotu oraz na procesie indukcji i dedukcji mających na celu identyfikację przesłanek właścicieli oraz weryfikację hipotezy badawczej.

1. Przedsiębiorstwo rodzinne w długiej perspektywie jako przedmiot dociekań naukowych

W literaturze przedmiotu nie występuje jedna, spójna definicja przedsiębiorstwa rodzinnego. Zgodnie z wytycznymi zaproponowanymi przez Komisję Europejską przedsiębiorstwo można określić rodzinnym, bez względu na jego wielkość, jeśli: większość praw pozwalających na podejmowanie decyzji znajduje się w posiadaniu osoby (osób) fizycznych, które firmę założyły lub w posiadaniu osób fizycznych, które nabyły udziały lub w posiadaniu ich małżonków, rodziców, dzieci lub bezpośrednich spadkobierców tych dzieci, a także gdy przynajmniej jeden członek rodziny jest formalnie zaangażowany w zarządzanie przedsiębiorstwem³. Jako bardziej ogólną definicję można wskazać np. zaproponowaną przez Sharmę, w której „rodzinnosc” przedsiębiorstwa uzależniona jest od istotności roli rodziny w określaniu wizji i kontroli przedsiębiorstwa, a także w tworzeniu unikatowych zasobów i możliwości⁴.

² Warto zwrócić uwagę, że termin „przedsiębiorstwo rodzinne” może dotyczyć także przedsiębiorstw notowanych na giełdzie, pod warunkiem że założyciel lub aktualny właściciel bądź jego rodzina posiadają 25% praw do podejmowania decyzji w spółce. Por. Overview of Family..., op. cit., s. 14-15.

³ Ibid., s. 9.

⁴ P. Sharma, An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future [w:] Handbook of Research on Family Business, eds. P.Z. Poutziouris, K.X. Smyrnios, S.B. Klein, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006, s. 25-55.

Literatura proponuje podział na trzy rodzaje firm rodzinnych w zależności od stopnia zaangażowania rodziny. Najbardziej ogólna definicja wykorzystuje kryteria zatrzymania w kręgu rodziny praw do decydowania o strategicznych kierunkach rozwoju; węższa wymaga dodatkowo zaangażowania rodziny w bieżącą aktywność spółki, natomiast najbardziej wymagająca wskazuje na istotność zaangażowania wielu pokoleń w bieżące działania podejmowane w przedsiębiorstwie⁵. Warto zaznaczyć tutaj, że ten ostatni zakres przekracza definicję proponowaną przez Komisję Europejską.

Studia nad przedsiębiorstwami rodzinnymi obejmują różne dziedziny, m.in. ekonomię, socjologię, psychologię, nauki o zarządzaniu i antropologię. Samo zagadnienie inwestycji międzygeneracyjnych w rodzinnych przedsiębiorstwach można przypisać do problemów związanych z wyceną firm oraz z zarządzaniem wartością, w odniesieniu do nauk o finansach, a także z planowaniem strategicznym w zakresie nauk o zarządzaniu. Niemniej jednak motywy podejmowania takich decyzji wchodzą również w zakres socjologii oraz psychologii.

Hoy i Sharma wskazują m.in. na wydane w latach 50. XX w. *Some Management Problems of the Small Family Controlled Manufacturing Business* Caldera oraz *Management Succession in Small and Growing Enterprises* Christensena jako opracowania istotne w odniesieniu do problematyki związanej z przedsiębiorstwami rodzinnymi. W zakresie finansów autorzy zwracają uwagę na opracowanie wydane w 1958 r. przez Sweet and Maxwell *Financial Problems of the Family Company*. Kwestia transferów międzygeneracyjnych poruszana jest natomiast w takich pracach, jak *Generation to Generation* Gersicka, Hamptona i Lansberga z 1997 r. oraz *Managing for the Long Run* Millera i Le Breton-Miller wydana w 2005 r.⁶. Kwestie wartości przedsiębiorstwa rodzinnego, rozszerzające tradycyjnie rozumianą wycenę finansową, poruszone są m.in. przez Zellwegera w pracy *Risk, Return and Value in the Family Firm*⁷ oraz Astrachana i Jaskiewicza w opracowaniu z 2008 r.⁸.

Rozważania dotyczące inwestycji międzygeneracyjnych w przedsiębiorstwach rodzinnych wpisują się w aktualny nurt dotyczący czynników sukcesu międzygeneracyjnego w procesie transferu takich przedsiębiorstw. Jak wskazuje Sharma, literatura przedmiotu powinna być m.in. uzupełniona o studia dotyczące

⁵ Ibid., s. 25-55.

⁶ F. Hoy, P. Sharma, Navigating the Family Business Education Maze [w:] Handbook of Research..., op. cit., s. 11-24.

⁷ T.M. Zellweger, Risk, Return and Value in the Family Firm, Dissertation of the University of St. Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences (HSG), Dissertation no. 3188, Difo-Druck GmbH, Bamberg 2006.

⁸ J.H. Astrachan, P. Jaskiewicz, Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation, "Family Business Review" 2008, Vol. XXI, No. 2, s. 139-149.

powiązania pomiędzy atrybutami spadkobierców a powodzeniem finansowym i aspektami pozafinansowymi działalności przedsiębiorstwa⁹. Ponadto Miller i in. wskazują, że międzypokoleniowe trwanie przedsiębiorstw rodzinnych napotyka na wiele problemów, które powodują, że jedynie 30% firm „przeżywa” pierwsze pokolenie właścicieli. Wśród tych problemów wymieniają m.in. brak klarownych planów przekazania przedsiębiorstwa, brak przygotowania przejmujących i konflikty rodzinne¹⁰. W tym świetle problematykę podejmowaną w opracowaniu należy uznać za aktualną, a próba osiągnięcia wyznaczonych celów powinna przyczynić się do lepszego poznania zdiagnozowanych problemów w odniesieniu do międzygeneracyjnego transferu przedsiębiorstw i ich efektywnego funkcjonowania.

2. Motywy podejmowania działalności na rzecz spadkobierców i przedsiębiorstwa w ujęciu długoterminowym

Literatura wskazuje na liczne motywy, którymi kierują się w swoich decyzjach właściciele rodzinnych przedsiębiorstw. Poniżej omówiono te przesłanki, które uznano za najbardziej istotne ze względu na kształtowanie długoterminowych decyzji inwestycyjnych.

Długoterminowe decyzje inwestycyjne w rodzinnych przedsiębiorstwach mogą być przypisane głównie motywowi dziedziczenia, czyli chęci pozostawienia aktywów swoim spadkobiercom. Motyw dziedziczenia, który ma wspomagać decyzje o utrzymaniu wartości dla następnych pokoleń, jak wskazują Kupczyk i Lupton, nie musi być powiązany z faktem posiadania dzieci. Wyniki ich badań wskazują, że ok. 75% starszej populacji kieruje się motywem dziedziczenia, a gospodarstwa domowe wydają wówczas przeciętnie 25% mniej na wydatki osobiste¹¹. Należy jednak zauważyć, że motyw ten nie jest jedynym, który kieruje decyzjami przedsiębiorców.

Właściciel w swoich długoterminowych decyzjach kieruje się również motywem ostrożnościowym, przede wszystkim w odniesieniu do prywatnych kapitałów¹². Wynika on z ryzyka, które nie podlega ubezpieczeniu i przejawia się

⁹ P. Sharma, op. cit., s. 25-55.

¹⁰ D. Miller, L. Steier, I. Le Breton-Miller, Lost in Time: Intergenerational Succession, Change and Failure in Family Business [w:] Handbook of Research..., op. cit., s. 371-387.

¹¹ W. Kopczyk, J.P. Lupton, To Leave or Not to Leave: The Distribution of Bequest Motives, “NBER Working Paper” 2006, No. 11767, March 4, s. 2-3.

¹² J. Ameriks, A. Caplin, S. Laufer, S. van Nieuwerburgh, Annuity Valuation, Long-term Care, and Bequest Motives, “Pension Research Council Working Paper” 2007, PRC WP 2007-20, s. 1-3.

w gromadzeniu kapitału, zwiększaniu wartości netto majątku w celu zabezpieczenia przed tym ryzykiem. Kopczuk i Lupton podkreślają jego związek z niepewnością w odniesieniu do kosztów leczenia oraz dostępem do ubezpieczenia medycznego, zarówno prywatnego, jak i publicznego¹³. Należy jednak podkreślić, że o ile motyw dziedziczenia może zwiększać zakres inwestycji na rzecz przyszłych pokoleń, o tyle motyw ostrożnościowy będzie działał w przeciwnym kierunku, skłaniając właściciela do gromadzenia kapitału możliwego do wykorzystania do momentu własnej śmierci, a więc nie zamrażanego w formie długoterminowych inwestycji.

Determinantą podejmowania długoterminowych decyzji przez właściciela może być również posiadanie pewnego pożądanego zestawu cech przez spadkobierców¹⁴, co powinno skłaniać decydenta do zwiększania inwestycji generujących korzyści dla przyszłego pokolenia. Do cech przyszłych pokoleń docenianych przez obecnych właścicieli zalicza się przede wszystkim odczuwanie wspólnoty oraz skłonność do poświęcenia dla firmy. Ponadto jako istotne wskazywane są umiejętności: zdobycia szacunku wśród pracowników niebędących członkami rodziny oraz podejmowania decyzji, a także zdolności interpersonalne, doświadczenie (np. zdobyte poza rodzinnym przedsiębiorstwem), inteligencja i pewność siebie¹⁵. Cechy te kształtowane są z kolei przez motywy młodszego pokolenia, wśród których istotną rolę pełni m.in. przywiązanie do poprzedniej generacji. Literatura wskazuje tu np. poczucie moralnego obowiązku względem firmy oraz potrzebę, aby nie zawieść poprzednika, nawet jeśli plany życiowe były związane z innym rodzajem działalności, a także przywiązanie do biznesu poprzez wieloletnie przygotowania¹⁶.

Posiadanie przez przyszłych spadkobierców powyższych cech powinno podnosić skłonność obecnych właścicieli do podejmowania inwestycji o charakterze międzygeneracyjnym.

Literatura przedmiotu wśród przesłanek, którymi kierują się w procesie transferu przedsiębiorstwa na rzecz spadkobierców, wymienia także altruizm. Altruizm działań może mieć tutaj dwa motywy¹⁷. Pierwszym jest zaspokojenie własnych potrzeb, ponieważ pozwala jednocześnie na zaspokojenie potrzeb innych (altruistyczne) oraz własnych (egoistyczne). Przyjęcie powyższej perspek-

¹³ W. Kopczuk, J.P. Lupton, op. cit., s. 17.

¹⁴ P. Sharma, op. cit., s. 25-55.

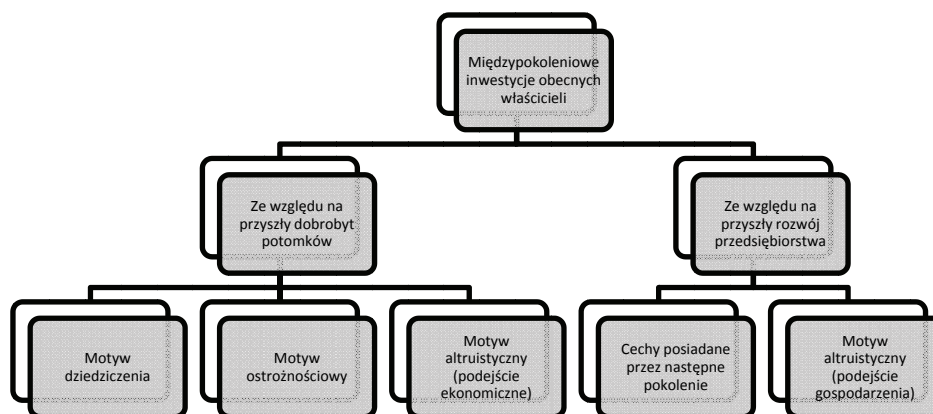
¹⁵ Ibid.

¹⁶ J. Lambrecht, R. Donckels, *Towards a Business Family Dynasty: A Lifelong, Continuing Process* [w:] *Handbook of Research...*, op. cit., s. 388-401.

¹⁷ P. Sharma, op. cit., s. 25-55.

tywy pozwala objaśniać zachowanie właścicieli jako zgodne z racjonalnością ekonomiczną, ponieważ maksymalizują oni swoją indywidualną funkcję dobrobytu. Drugi motyw związany jest z teorią gospodarzenia (*stewardship theory*), zgodnie z którą człowiek jest gospodarzem, zarządzającym, a jego zadaniem jest wspierać zbiorowe działania na rzecz całej organizacji, mające wyższą użyteczność niż działania indywidualne, podejmowane dla samego siebie.

Podsumowując prowadzone w podpunkcie rozważania, motywy podejmowania międzypokoleniowych decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwach rodzinnych można podzielić na dwie grupy – ze względu na to kogo lub co biorą w pierwszej kolejności pod uwagę. W związku z powyższym wyróżniono przesłanki skoncentrowane na zwiększeniu w przyszłości dobrobytu spadkobierców oraz wartości przedsiębiorstwa. Podział prezentuje rys. 1.



Rys. 1. Przesłanki podejmowania inwestycyjnych decyzji międzypokoleniowych przez właścicieli firm rodzinnych

W ramach pierwszej grupy wyróżniono trzy motywy: motyw dziedziczenia, motyw altruistyczny, oparty na maksymalizacji indywidualnej funkcji użyteczności, których obecność zwiększa skłonność do podejmowania inwestycji o charakterze międzypokoleniowym, oraz motyw ostrożnościowy, który powoduje co prawda zwiększoną akumulację kapitału, jednak zmniejsza skłonność do długoterminowych inwestycji w przedsiębiorstwo ze względu na ryzyko braku dostępności zainwestowanego kapitału.

Do drugiej grupy zaliczono przesłankę opartą na posiadaniu przez spadkobierców pożądanego zestawu cech zwiększającego szansę sukcesu przedsiębiorstwa w przyszłości, oraz motywu altruistycznego, nakierowanego na długofalowe, zrównoważone zarządzanie przedsiębiorstwem.

3. Inwestycje długoterminowe a wartość przedsiębiorstwa – próba włączenia w ocenę aspektów pozafinansowych

Efekty z przekazania firmy następcom, a także inwestycje międzypokoleniowe w przedsiębiorstwo obejmują dwa rodzaje następstw: wyniki finansowe przedsiębiorstwa po jego przekazaniu następcom, oraz satysfakcję rodziny jako całości w wyniku przejęcia przedsiębiorstwa. Efekty finansowe inwestycji mierzone jako zmiana w przyszłych zyskach bądź przepływach pieniężnych wpływają bezpośrednio na obecną wartość przedsiębiorstwa. Literatura przedmiotu podkreśla jednak rosnące znaczenie aspektów pozafinansowych w wycenie rodzinnych przedsiębiorstw. Może to mieć szczególne znaczenie w przypadku pomiaru efektów inwestycji międzygeneracyjnych. W świetle zidentyfikowanych w poprzednim podpunkcie motywów, część z nich dotyczy właśnie efektów o charakterze pozafinansowym, nieujmowanym w tradycyjnych wycenach.

Teorie finansowe wskazują na wycenę kapitałów własnych na podstawie WACC i analizy portfelowej (model CAPM) jako jednego z modeli wyceny przedsiębiorstw. O ile dla dużych firm, np. spółek akcyjnych posiadających wielu właścicieli, wycena na podstawie modelu CAPM i parametru beta jest uzasadniona, o tyle w przypadku firm rodzinnych istnieje kilka przyczyn, które uzasadniają odrzucenie tego podejścia w wycenie. Astrachan i Jaskiewicz wskazują tutaj trzy powody: w przypadku firm prywatnych nie można wyliczyć parametru beta; właściciele firm rodzinnych z reguły nie zdywersyfikują swojego portfela, inwestując przede wszystkim w firmę rodzinną; wycena tradycyjna nie uwzględnia celów pozafinansowych. Proponują oni zatem, aby wycenę oprzeć na połączeniu wyceny finansowej z wyceną korzyści i kosztów o charakterze pozafinansowym¹⁸.

Całkowita wartość przedsiębiorstwa, która maksymalizuje łączną użyteczność właściciela, w tym ujęciu może zostać obliczona na podstawie formuły¹⁹:

$$\begin{aligned}TV &= FV + EV \\ FV &= DFC + DFPB \\ EV &= EB - EC\end{aligned}$$

gdzie:

TV – całkowita wartość przedsiębiorstwa dla właściciela, składająca się z wartości finansowej (*FV*) i emocjonalnej (*EV*); wartość całkowita wyrażana jest w pieniądzu i stanowi odzwierciedlenie użyteczności otrzymywanej przez właściciela z posiadanej firmy;

¹⁸ J.H. Astrachan, P. Jaskiewicz, op. cit., s. 139-149.

¹⁹ Ibid.

FV – wartość finansowa przedsiębiorstwa, na którą składają się zdyskontowane operacyjne przepływy pieniężne ze spółki (*DFC*) oraz zdyskontowane prywatne korzyści finansowe (*DFPB*);

EV – wartość emocjonalna stanowiąca sumę korzyści (*EB*) i kosztów (*EC*) emocjonalnych (tych ostatnich traktowanych jako wartości ujemne);

DFC – suma oczekiwanych przepływów pieniężnych z przedsiębiorstwa, zdyskontowana przy użyciu stopy odzwierciedlającej ryzyko systematyczne i specyficzne;

DFPB – suma zdyskontowanych korzyści finansowych przysługujących właścicielowi przedsiębiorstwa, a nieosiągalnych dla „typowych” akcjonariuszy dla spółek notowanych na giełdzie bądź pracowników;

EB – emocjonalne korzyści wynikające z osiągnięcia finansowych i pozafinansowych celów, np. duma, samorealizacja, niezależność;

EC – emocjonalne koszty (wartość ujemna) wynikające z braku osiągnięcia zakładanych celów, konfliktów, rywalizacji, stresu itp.

W odniesieniu do oceny efektów inwestycji o charakterze międzypokoleniowym powyższy wzór można wykorzystać do obliczenia zmiany w wartości całkowitej przedsiębiorstwa, będącej efektem podjęcia decyzji inwestycyjnej, czyli:

$$TIV = \Delta TV = \Delta FV + \Delta EV$$

TIV oznacza tutaj całkowitą wartość bieżącą inwestycji z uwzględnieniem efektów finansowych i pozafinansowych zmieniających, odpowiednio, wartość finansową (*FV*) oraz pozafinansową (*EV*) przedsiębiorstwa.

Jeśli wartość emocjonalna efektów jest dodatnia, czyli $EB - EC > 0$, wówczas $\Delta TV > \Delta FV$. W niektórych przypadkach może oznaczać to, że podejmowane będą inwestycje o negatywnej wartości finansowej, ale o pozytywnej wartości całkowitej, które w tradycyjnej ocenie efektywności zostałyby odrzucone. Z kolei jeśli wartość emocjonalna jest ujemna, czyli $EB - EC < 0$, wówczas $\Delta TV < \Delta FV$. Powoduje to, że odrzucona może zostać inwestycja z pozytywnym wynikiem finansowym ze względu na generowane przez nią koszty emocjonalne powodujące spadek całkowitej wartości przedsiębiorstwa.

Literatura przedmiotu identyfikuje szereg korzyści i kosztów o charakterze pozafinansowym. Wśród pozafinansowych wartości mających wpływ na wycenę firmy wymieniane są m.in. długoterminowe projekty powiększające możliwości przyszłych pokoleń rodziny nie tylko pod względem finansowym, ale także ogólnej użyteczności; inwestycje dywersyfikujące działalność w celu redukcji ryzyka, inwestycje w sektory przynoszące korzyści w postaci poprawy reputacji rodziny; a także przywiązanie do tradycji rodzinnych wyrażające się kontynu-

owaniem działalności rozpoczętej przez poprzednie pokolenia; zatrudnianie pracowników z lokalnej społeczności w sytuacji, gdy outsourcing byłby tańszym rozwiązaniem. W odniesieniu do samej rodziny wskazywane są możliwości edukacyjne oraz zaangażowanie i scalanie rodziny²⁰. Sandig i in. wskazują tu również na utrzymanie dobrej atmosfery w pracy oraz unikanie konfliktów, zapewnienie potomstwa, pracę, prestiż i pozycję społeczną, bezpieczeństwo finansowe, poczucie sprawiedliwości, rozwój społeczny oraz budowę uczuciowego związku z rodzicami²¹.

Pozafinansowe koszty obejmują brak realizacji celów generujących pozytywne emocje, w tym konflikty w rodzinie, stres, spadek prestiżu społecznego itp.²².

Dokonując analizy wymienionych efektów pozafinansowych w kontekście inwestycji międzygeneracyjnych, należy wskazać, że większość powyższych efektów może odnosić się do analizowanych inwestycji. Kryterium decydującym tu o wyłonieniu danego efektu ze zbioru jest czas jego oddziaływania – czy pojawia się on w odniesieniu do osoby, która podejmuje decyzję inwestycyjną, czy też oddziałuje na jej/jego następców. Natomiast niewątpliwie należy wyróżnić pierwszy z wymienionych efektów emocjonalnych, czyli długoterminowe projekty powiększające możliwości przyszłych pokoleń rodziny nie tylko pod względem finansowym, ale także ogólnej użyteczności – dodatnią wartość emocjonalną ma tutaj samo podjęcie takiej działalności, a więc działanie na rzecz przyszłych pokoleń.

Sposób obliczenia całkowitej wartości przedsiębiorstwa i całkowitej wartości inwestycji w przedstawionym powyżej ujęciu nie jest rzeczą prostą. O ile oczekiwane przepływy pieniężne i prywatne korzyści netto wyrażone są w pieniądzu, o tyle efekty pozafinansowe mają charakter jakościowy.

Wycena może być tutaj oparta o koncepcje skłonności do zapłaty (WTP) oraz skłonności do przyjęcia rekompensaty (WTA)²³, które wykorzystywane są m.in. w wycenie dóbr pozarynkowych, np. dóbr środowiskowych o cechach dóbr publicznych. Obie miary umożliwiają przypisanie wartości pieniężnej zmianie w użyteczności jednostki (a w tym przypadku właściciela przedsiębiorstwa) pod wpływem

²⁰ Ibid., s. 139-149.

²¹ A. Gimeno Sandig, G.J. Labadie, W. Saris, X. Mendoza Mayordomo, Internal Factors of Family Business Performance: An Integrated Theoretical Model [w:] Handbook of Research..., op. cit., s. 25-55.

²² J.H. Astrachan, P. Jaskiewicz, op. cit., s. 139-149.

²³ P. Sieger, T. Zellweger, Emotional Value. On the Emotional Value of Owning a Firm, Ernts&Young, s. 11, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm/\\$FILE/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm/$FILE/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm.pdf) (dostęp: 21.02.2014).

otrzymania lub utraty pewnego dobra (w tym przypadku przedsiębiorstwa lub jego części rozumianej jako zespół określonych efektów pozafinansowych)²⁴.

Kalkulując wartość przedsiębiorstwa na podstawie WTA i WTP, warto zwrócić uwagę na przyjęcie odpowiedniej miary, ze względu na istniejące pomiędzy nimi rozbieżności. Całkowita wartość firmy w związku z tym byłaby równa skłonności do zaakceptowania (rekompensaty) ceny za przedsiębiorstwo, a wartość finansowa odnosiłaby się do WTP, czyli skłonności do zapłaty za firmę przez kupującego. Różnicą jest wartość emocjonalna związana z przedsiębiorstwem, która, jak wspomniano wcześniej, może być zarówno dodatnia, jak i ujemna. Rozbieżność ta pojawia się m.in. ze względu na tzw. efekt posiadania (*endowment effect*), powodujący, że jednostki wyżej wyceniają dobra, które już posiadają niż takie same, które zamierzają nabyć. Teoria przypisuje to skłonności osób do definiowania siebie przez pryzmat tego, co posiadają²⁵.

Należy ponadto wskazać na związek zidentyfikowanych w poprzednim podpunkcie motywów podejmowania inwestycji długoterminowych z ich efektami, w szczególności o charakterze pozafinansowym. Przesłanki, takie jak motyw dziedziczenia, motywy altruistyczne czy cechy posiadane przez spadkobierców w zasadzie mogą podlegać jedynie wycenie na podstawie WTP bądź WTA, jako że ich wystąpienie lub brak bezpośrednio oddziałuje na funkcję użyteczności właściciela, niezależnie od wpływu na przyszłe wyniki finansowe przekazywanego następnym pokoleniom przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Na podstawie dokonanej identyfikacji motywów wpływających na decyzje międzypokoleniowe właścicieli rodzinnych przedsiębiorstw, wskazano dwie grupy przesłanek: odnoszące się bezpośrednio do spadkobierców oraz odnoszące się do samego przedsiębiorstwa. Ponadto wskazano, że ujęcie w ocenie efektów o charakterze pozafinansowym, będących konsekwencją podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wpływa na efekt analizy, poszerzając ujęcie finansowe o korzyści i koszty o charakterze emocjonalnym.

²⁴ O różnicach pomiędzy WTA i WTP piszą m.in. E.J. Mishan, E. Quah, *Cost Benefit Analysis*, Routledge, London and New York 2007; M. Foltyn-Zarychta: Metodyczne aspekty wykorzystania kategorii skłonności do zapłaty oraz skłonności do przyjęcia rekompensaty w wycenie dóbr publicznych [w:] *Finanse. Kierunki Badań, II Forum AE Katowice*, red. Z. Kędzior, K. Marcinek, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Centrum Badań i Ekspertyz, Katowice 2006, s. 64-78.

²⁵ P. Sieger, T. Zellweger, op. cit., s. 10.

Opierając się na przeprowadzonych analizach, można zatem przyjąć, że właściciele kierują się w swoich długoterminowych decyzjach inwestycyjnych przesłankami o charakterze pozafinansowym, które można włączyć do wyceny przedsiębiorstwa, a także do oceny efektywności samej inwestycji poprzez wykorzystanie kategorii skłonności do zapłaty bądź skłonności do przyjęcia rekompensaty, co potwierdza prawdziwość postawionej hipotezy badawczej.

Niemniej jednak istnieją ograniczenia oceny opartej na próbie szacowania całkowitej wartości inwestycji jako sumy wartości finansowej i wartości emocjonalnej. Literatura przedmiotu wskazuje tu m.in. problem w przypadku większej liczby właścicieli. Szacowanie EV opiera się bowiem na wspólnocie funkcji użyteczności właścicieli, a więc wspólnocie istotności celów pozafinansowych. Wskazywana jest potrzeba bliższego przyjrzenia się czynnikom wpływającym na wartość emocjonalną (konfliktów, dynamiki relacji, stopniu wspólnoty celów poszczególnych pokoleń). Ponadto FV i EV nie są niezależne – wysoka wartość finansowa może dodatnio wpływać na wartość emocjonalną (np. poczucie bezpieczeństwa finansowego) i na odwrót.

Literatura

- Ameriks J., Caplin A., Laufer S., van Nieuwerburgh S., Annuity Valuation, Long-term Care, and Bequest Motives, "Pension Research Council Working Paper" 2007, PRC WP 2007-20.
- Astrachan J.H., Jaskiewicz P., Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation, "Family Business Review" 2008, Vol. XXI, No. 2.
- Foltyn-Zarychta M., Metodyczne aspekty wykorzystania kategorii skłonności do zapłaty oraz skłonności do przyjęcia rekompensaty w wycenie dóbr publicznych [w:] *Finanse. Kierunki Badań, II Forum AE Katowice*, red. Z. Kędzior, K. Marcinek, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Centrum Badań i Ekspertyz, Katowice 2006.
- Gimeno Sandig A., Labadie G.J., Saris W., Mendoza Mayordomo X., Internal Factors of Family Business Performance: An Integrated Theoretical Model [w:] *Handbook of Research on Family Business*, eds. P.Z. Poutziouris, K.X. Smyrnios, S.B. Klein, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006.
- Hoy F., Sharma P., Navigating the Family Business Education Maze [w:] *Handbook of Research on Family Business*, eds. P.Z. Poutziouris, K.X. Smyrnios, S.B. Klein, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006.
- Kopczuk W., Lupton J.P., To Leave or Not to Leave: The Distribution of Bequest Motives, "NBER Working Paper" 2006, No. 11767, March 4.

- Lambrecht J., Donckels R., Towards a Business Family Dynasty: A Lifelong, Continuing Process [w:] Handbook of Research on Family Business, eds. P.Z. Poutziouris, K.X. Smyrnios, S.B. Klein, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006.
- Miller D., Steier L., Le Breton-Miller I., Lost in Time: Intergenerational Succession, Change and Failure in Family Business [w:] Handbook of Research on Family Business, eds. P.Z. Poutziouris, K.X. Smyrnios, S.B. Klein, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006.
- Mishan E.J., Quah E., Cost Benefit Analysis, Routledge, London and New York 2007.
- Overview of Family–Business–Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies, Final Report of the Expert Group, European Commission Enterprise and Industry Directorate-General, November 2009.
- Sharma P., An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future [w:] Handbook of Research on Family Business, eds. P.Z. Poutziouris, K.X. Smyrnios, S.B. Klein, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton 2006.
- Sieger P., Zellweger T., Emotional Value. On the Emotional Value of Owning a Firm, Ernts&Young, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm/\\$FILE/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm/$FILE/EY-Emotional-Value-on-the-emotional-value-of-owning-a-firm.pdf) dostęp z dn. 21.02.2014.
- Zellweger T.M., Risk, Return and Value in the Family Firm, Dissertation of the University of St. Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences (HSG), Dissertation No. 3188, Difo-Druck GmbH, Bamberg 2006.

INTERGENERATIONAL PERSPECTIVE IN FAMILY ENTERPRISES – MOTIVES AND APPRAISAL OF INVESTMENT ACTIVITIES

Summary

The paper aims at identification of motives of implementing intergenerational investment projects by owners of family businesses and the consequences of embracing intergenerational perspective for business and investments valuation. Of special interest are the issues of including emotional valuation along with financial valuation of the company itself and its investments.