

PRACE NAUKOWE

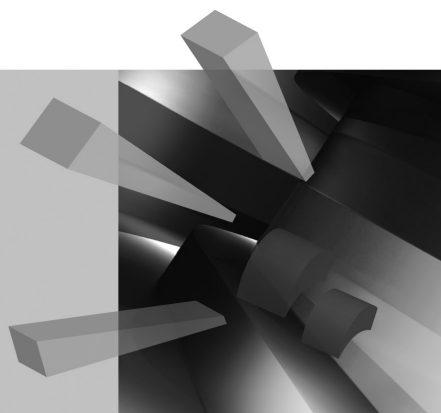
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

261

Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem



Redaktorzy naukowi

Tadeusz Dudycz

Grażyna Osbert-Pociecha

Bogumiła Brycz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Wojciech Dyduch, Aldona Frączkiewicz-Wronka, Tadeusz Juja,
Dorota Kuchta, Dagmara Lewicka, Monika Marcinkowska,
Elżbieta Mączyńska, Bronisław Micherda, Krystyna Poznańska,
Maria Sierpińska, Wanda Skoczylas, Henryk Sobolewski,
Agnieszka Sopińska, Waldemar Tarczyński, Grzegorz Urbanek,
Tomasz Wiśniewski, Mirosław Wypych, Dariusz Zarzecki

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kozuchowska, Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-238-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Agnieszka Bezat-Jarzębowska: Koncepcja pomiaru efektywności technicznej bazująca na zintegrowanym zastosowaniu metody SFA i metody DEA.....	11
Agnieszka Bieńkowska: Przejawy i uwarunkowania efektywności controlingu w przedsiębiorstwie.....	25
Marta Chudykowska: System pomiaru dokonań organizacji – przedmiot i narzędzie poprawy efektywności.....	38
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analiza sektorowych uwarunkowań pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstw – empiryczna weryfikacja modelu LKL.....	49
Magdalena Forfa: Opinie właścicieli gospodarstw rolnych dotyczące przydatności sprawozdania z przepływu pieniędzy.....	63
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Metodologiczne problemy pomiaru efektywności instrumentów wsparcia przedsiębiorstw.....	77
Jacek Jaworski: Charakter i dynamika zmian wybranych wyznaczników kondycji polskich małych przedsiębiorstw w warunkach kryzysu gospodarczego 2009–2010. Wyniki badań.....	89
Izabela Jonek-Kowalska: Racjonalizacja kosztów jako sposób poprawy efektywności działania w Spółce Restrukturyzacji Kopalń.....	103
Adam Kagan: Pomnażanie wartości właścicielskiej jako miara efektywności ekonomicznej funkcjonowania przedsiębiorstw rolnych.....	116
Tomasz Kijek: Pomiar efektywności kapitału innowacyjnego przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metody DEA.....	132
Tomasz Kolakowski: Projekty turystycznego zagospodarowania obiektów dziedzictwa kulturowego na terenie województwa dolnośląskiego – efekty ekonomiczne i metody ich wyceny.....	141
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą innowacyjności przedsiębiorstw – próba pomiaru.....	160
Iwa Kuchciak: Efektywność inwestowania w formie depozytów i inwestycji alternatywnych.....	173
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Wybór formy opodatkowania a korzyści finansowe dla firm z sektora MSP.....	190
Grzegorz Łukasiewicz: Krytyczna analiza modeli pomiaru efektywności w zarządzaniu zasobami ludzkimi.....	202
Edyta Marcinkiewicz: Wpływ krótkiej sprzedaży na efektywność transakcyjną rynku kapitałowego w aspekcie płynności.....	218

Grzegorz Mikołajewicz: Luka wartości w kontekście sprawozdawczości przedsiębiorstwa	231
Anna Motylska-Kuźma: Rynkowe mierniki tworzenia wartości wybranych spółek notowanych na GPW – analiza krytyczna	245
Dariusz Nowak: Ocena i pomiar relacji w międzyorganizacyjnej kooperacji	263
Jarosław Nowicki: Dostosowanie metody skorygowanej wartości bieżącej do wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	281
Mariusz Nyk: Efektywność wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw	294
Radosław Pastusiak: Efektywność systemów transakcyjnych zbudowanych w oparciu o analizę techniczną w świetle badań w latach 1960–2004	307
Artur Paździór: Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu	321
Joanna Pioch: Wybrane aspekty wykorzystania macierzy A. Damodarana do analizy decyzji dywidendowych na przykładzie firm sektora chemicznego WGPW za rok 2010	331
Edward Radośniński: Przekształcanie bilansu według Ustawy o rachunkowości do postaci sprawozdania z sytuacji finansowej według taksonomii MSR (<i>IFRS Taxonomy</i>)	343
Józef Rudnicki: Impact of stock splits on trading liquidity – evidence from the New York Stock Exchange	360
Angelika Sabuhoro: Analiza porównawcza logitowych modeli prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw	371
Rafał Siedlecki: Teorie struktury kapitału a cykl życia przedsiębiorstwa	381
Wanda Skoczylas: Innowacje w raportowaniu wyników czynnikiem poprawy efektywności podejmowanych decyzji	390
Michał Soliwoda: Relacje majątkowo-kapitałowe, a rentowność i płynność finansowa spółdzielni mleczarskich	409
Artur Stefański: Zależność między wydatkami inwestycyjnymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi	424
Piotr Szymański: Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw? Wyniki badań	435
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Mnożnik <i>input-output</i> jako makroekonomiczny miernik efektywności inwestycji finansowych sektora przedsiębiorstw	449
Grzegorz Urbanek: Wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	466
Mirosław Wypych: Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych)	478

Summaries

Agnieszka Bezat-Jarzębowska: A concept of technical efficiency measurement based on the integrated use of the SFA and DEA methods	24
Agnieszka Bieńkowska: Results and determinants of controlling efficiency in an enterprise	37
Marta Chudykowska: The organisation's performance measurement system – a subject and a tool for the efficiency improvement.....	48
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analysis of sector determinants of debt capacity – empirical verification of LKL model.....	62
Magdalena Forfa: Individual farmers' opinions on the usefulness of cash flow statement	76
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Methodological problems of measuring the effectiveness of support instruments for companies	88
Jacek Jaworski: Nature and dynamics of changes of selected determinants of small enterprises condition under the economic crisis 2009–2010. Research results.....	102
Izabela Jonek-Kowalska: Costs rationalization as a method of efficiency improvement in an Enterprise of Coal Mines Restructuring	115
Adam Kagan: Increase of shareholder's value as a measure of the economic efficiency of agricultural enterprises.....	130
Tomasz Kijek: Measurement of enterprise's innovation capital efficiency using DEA method	140
Tomasz Kołakowski: Tourism management projects of cultural heritage objects in Lower Silesia Voivodeship – economic effects and their valuation methods.....	159
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant of enterprises innovativeness – trial of measurement	172
Iwa Kuchciak: Efficiency of investment in the form of deposits and alternative investments	189
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Choice of form of taxation and financial benefits for enterprises from SME sector	201
Grzegorz Łukasiewicz: Critical analysis of effectiveness measurement models in human resource management	217
Edyta Marcinkiewicz: Influence of short sale on the transactional efficiency of capital market in terms of liquidity	230
Grzegorz Mikołajewicz: Value gap in the context of financial reporting.....	244
Anna Motylska-Kuźma: Market measures of creating value of selected companies listed on the Stock Exchange. Critical analysis.....	262
Dariusz Nowak: Evaluation and measurement of interorganizational cooperation relation	280

Jarosław Nowicki: Adjusted present value method in valuation of non-stock enterprises managed by owners.....	293
Mariusz Nyk: Efficiency of wages in the enterprise sector	306
Radosław Pastusiak: Effectiveness of transaction systems built on the technical analysis in the light of research in 1960-2004.....	320
Artur Paździor: Application of CAPM model in conditions of crisis.....	330
Joanna Pioch: The selected issues in the dividend policy decisions' matrix by A. Damodaran on the example of the WSE chemical companies' in 2010	342
Edward Radosiński: A study based on the IASB Taxonomy on structural relations between a balance sheet and a statement of financial position....	359
Józef Rudnicki: Wpływ podziału akcji na płynność obrotu – przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych	370
Angelika Sabuhoro: Comparative analysis of logit models for predicting corporate financial threat	380
Rafał Siedlecki: Capital structure theories vs. the company life cycle.....	389
Wanda Skoczylas: Innovations in results reporting as a factor of decision making efficiency improvement.....	408
Michał Soliwoda: Ratios concerning assets and capital vs. profitability and financial liquidity of dairy cooperatives	423
Artur Stefański: The relationship between investment expenditures and operating cash flows.....	434
Piotr Szymański: What kind of problems do experts face in business valuation? Survey results	448
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Input-output multiplier as a macroeconomic measure of the efficiency of enterprises sector financial investments	465
Grzegorz Urbanek: The effect of brand on company's performance on the example of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange	477
Mirosław Wypych: Structure of assets and the golden financing rules (on the example of the stock listed exchange companies).....	488

Wstęp

„Naród, który najekonomiczniej rozporządzi swymi bogactwami i siłami oraz zastępuje je z najlepszym współczynnikiem wydajności, podniesie swój dobrobyt i wyprzedzi znacznie inne narody”. Jakkolwiek słowa te zostały wypowiedziane przez F. Neuhausena w 1913 roku, to są one niezmiennie aktualne. Efektywność była, jest i będzie podstawowym warunkiem wzrostu dobrobytu. I nie zmienia tego fakt, że jest ona różnie rozumiana. Samo słowo efektywność pochodzi od łacińskiego słowa *effectus*, oznaczającego wykonanie, skutek. W dzisiejszych natomiast czasach wielu autorów przypisuje mu dualne znaczenie definiowane jako sprawność i skuteczność. Taki dualny sposób pojmowania efektywności zdefiniował już w 1913 roku Harrington Emerson, współtwórca naukowego zarządzania i autor słynnych dwunastu zasad wydajności. Pisał on, że „efektywność jest właściwą rzeczą robioną we właściwy sposób”¹. Pogląd ten podzielał również P.F. Drucker, który uważał, że jakkolwiek „sprawność”, czyli robienie rzeczy we właściwy sposób, jest ważnym kryterium oceny kierownika, to jednak najistotniejsza jest skuteczność, czyli robienie właściwych rzeczy. Nieodzownym warunkiem robienia właściwych rzeczy jest planowanie ukierunkowane na realizację społecznie użytecznych celów. Natomiast warunkiem sprawności w realizacji tych celów jest pomiar efektów, bez którego nie można śledzić stopnia realizacji celów, a tym samym i zarządzać organizacją. Jakkolwiek ogólnie efektywność mierzy się relacją efektów do nakładów, to już pomiar – zarówno efektów, jak i nakładów – jest niejednokrotnie sprawą skomplikowaną, niejednoznaczną, a przez to i dyskusyjną. Powszechnie stosowana miara efektów, jaką jest zysk księgowy, wzbudza coraz więcej kontrowersji – ze względu na jego memoriałowy charakter oraz zależność od szeregu konwencji i przyjętych standardów. Natomiast pomiar nakładów wykorzystujący standardy księgowe również w coraz większym stopniu ulega napierającej krytyce. Przede wszystkim w standardach księgowych w niewielkim stopniu wykazuje się te aktywa, które we współczesnym świecie coraz częściej stanowią determinujący czynnik sukcesu gospodarczego. Mowa tutaj o aktywach intelektualnych, które z jednej strony trudno jest kwantyfikować, a z drugiej – są bardzo kruche. Ma to oczywiście wpływ na ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej.

Te i inne problemy pomiaru efektywności były przedmiotem kolejnej, już piątej konferencji z cyklu „Efektywność źródłem bogactwa narodów”, która odbyła się w dniach 23-25 stycznia 2012 roku w Piechowicach. Konferencja została zorgani-

¹ J. Supernat, *Zarządzanie*, Wydawnictwo Kolonia, Wrocław 2005, s. 174.

wana jako wspólne przedsięwzięcie dwóch uczelni: Politechniki Wrocławskiej oraz Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Jej głównym wyróżnikiem było interdyscyplinarne spojrzenie na efektywność, jej istotę oraz zasady pomiaru, a niniejsza publikacja jest wynikiem prowadzonych dyskusji.

Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha, Bogumiła Brycz

Anna Motylska-Kuźma

Wyższa Szkoła Zarządzania i Finansów we Wrocławiu

RYNKOWE MIERNIKI TWORZENIA WARTOŚCI WYBRANYCH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW – ANALIZA KRYTYCZNA

Streszczenie: W pracy zdefiniowano pojęcie zarządzania wartością przedsiębiorstwa ze szczególnym uwzględnieniem jego wyceny na podstawie rynkowych mierników wartości, zarówno z punktu widzenia samego podmiotu gospodarczego, jak i inwestora zewnętrznego. Omówiono zasady konstrukcji i interpretacji teoretycznej takich wskaźników, jak P/E, P/BV, TSR oraz MVA, i podjęto próbę przeanalizowania ich skuteczności w praktyce.

Słowa kluczowe: finanse, wycena przedsiębiorstwa, VBM, zarządzanie.

1. Wstęp

Każda podejmowana działalność zawsze miała i ma na celu osiągnięcie korzyści. W przypadku działalności gospodarczej korzyść ta wyrażana jest głównie w postaci pieniądza, stąd też przez szereg lat uważano, że głównym celem istnienia każdego przedsiębiorstwa jest osiągnięcie zysku jako rekompensaty za utracone korzyści, które można by było uzyskać, inwestując swój czas, umiejętności i pieniądze w inne działania, prowadzone w tym samym czasie. Mimo że wielu teoretyków i praktyków zarządzania pozostało przy tej koncepcji, od dłuższego czasu pojawiają się coraz bardziej zauważalne i akceptowalne głosy, że zysk to nie wszystko. Ten kierunek spojrzenia na problem wskazuje, że wynik finansowy jest, rzeczywiście, bardzo ważny, ale ważniejsze jest coś, co nazywamy ogólnie wartością przedsiębiorstwa. O ile zysk stanowi kategorię w miarę jednoznaczną, o tyle o wartości przedsiębiorstwa nie można tego powiedzieć. Stąd w praktyce i teorii powstało wiele różnych wskaźników i mierników, które w teorii mają ułatwić wyznaczenie, monitorowanie i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa.

Badanie systemowego podejścia do zarządzania strategicznego i zarządzania wartością firmy wśród spółek giełdowych [Woźniak i in. 2011], przeprowadzone przez Francuski Instytut Gospodarki Polska we współpracy z Podyplomowym Studium Zarządzania Wartością Firmy SGH w Warszawie, wykazało, że 57% badanych przedsiębiorstw do pomiaru i oceny wzrostu wartości firmy wykorzystuje tylko

wskaźniki rynkowe. Ze względu na to, że wynik ten jest stosunkowo wysoki, autorka uznała za właściwe przyglądnięcie się bliżej najpopularniejszym wskaźnikom rynkowym wartości i ich możliwym interpretacjom.

Celem niniejszego artykułu jest krytyczna analiza wybranych rynkowych mierników przedsiębiorstwa.

2. Pojęcie wartości

Według słownika języka polskiego pojęcie „wartość” oznacza „to, ile coś jest warte pod względem materialnym” [www.sjp.pwn.pl]. Inaczej mówiąc, jest to cena, którą jesteśmy skłonni zapłacić za posiadanie danego dobra lub po której jesteśmy w stanie je sprzedać. Wartością przedsiębiorstwa będzie więc pewna liczba wyrażona w walucie, która odpowiada rynkowej cenie kupna lub sprzedaży danego podmiotu gospodarczego i spotyka się z zainteresowaniem (hipotetycznie lub w rzeczywistości) drugiej strony. Na tę wartość będzie wpływać: wynik finansowy przedsiębiorstwa, decyzje strategiczne i operacyjne, podejmowane działania, ale również perspektywy dalszego rozwoju, potencjał, a także relacje zbudowane z otoczeniem i jego opinia. Są to zarówno czynniki ilościowe, jak i jakościowe, które sprawiają poważne trudności przy próbie wyrażania ich w postaci wartości liczbowych. Poza tym mamy tu do czynienia z czynnikami badanymi *ex post*, ale również z takimi, których wartości jeszcze nie znamy i należy ją wyznaczyć poprzez estymację, czyli przewidzieć. Stąd też budowanie wartości przedsiębiorstwa jest przedsięwzięciem bardzo złożonym i trudnym. Oprócz złożoności czynników na powyższy problem nakłada się jeszcze sposób postrzegania samej wartości. W literaturze przedmiotu można spotkać pojęcie standardu wartości [Szczepankowski 2007], czyli rodzaju poszukiwanej wartości lub inaczej – definicji stron hipotetycznej lub rzeczywistej transakcji kupna lub sprzedaży. Można mówić o czterech podstawowych standardach:

- Rzeczywista wartość rynkowa (*fair market value*) – odzwierciedla cenę, za jaką w danym momencie można sprzedać lub kupić dane przedsiębiorstwo, dysponując odpowiednimi informacjami pozwalającymi na podjęcie racjonalnej decyzji. Jest to wartość, która odpowiada bieżącym warunkom rynkowym, a jej wyznacznikiem jest bardzo często cena akcji danej spółki na giełdzie.
- Wartość rynkowa (*market value*) – odzwierciedla najbardziej prawdopodobną cenę, po której można sprzedać lub kupić przedsiębiorstwo na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji. Inaczej mówiąc, jest to cena odpowiadająca utrzymaniu równowagi rynkowej pomiędzy popytem a podażą, czyli cena ekonomiczna.
- Wartość inwestycyjna (*investment value*) – odzwierciedla cenę podawaną przez konkretnego inwestora, uwzględniającą jego preferencje, kryteria i wymagania.

- Wartość fundamentalna (*intristic, fundamental value*) – odzwierciedla cenę wynikającą bezpośrednio z możliwości przedsiębiorstwa do generowania w przyszłości korzyści dla właścicieli i potencjalnych inwestorów.

O ile trzy pierwsze standardy uzależnione są w dużej mierze od sytuacji na rynku kapitałowym i ogólnych nastrojów inwestorów, o tyle wartość fundamentalna wolna jest od takich wpływów, gdyż opiera się na wynikach finansowych, zarówno obecnych, jak i prognozowanych. Stąd wartość przedsiębiorstwa wyznaczona przy podejściu fundamentalnym przeważnie różni się od tej wyznaczonej na podstawie pozostałych standardów. Różnice te jednak nie powinny być (przynajmniej teoretycznie) bardzo duże.

3. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

„Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa definiuje się jako zespół działań zorientowanych na korzystną zmianę czynników podwyższających aktywa firmy oraz kreujących programy restrukturyzacji, zwiększające efektywność zużycia zasobów i spełnienie oczekiwań klientów, a tym samym uzyskanie wysokiej pozycji rynkowej dzięki osiągnięciu przewagi konkurencyjnej” [Szablewski (red.) 1999].

Podstawową ideą zarządzania wartością jest więc takie strukturalizowanie i prowadzenie przedsiębiorstwa, przy którym określona i poznana wartość będzie stale powiększana.

Pojęcie wartości jest bardzo uniwersalne, choć w praktyce dążenie do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa to przede wszystkim dopasowanie do wymagań rynku produktów i posiadanie odpowiednich kompetencji przez przedsiębiorstwo, ale również spełnienie oczekiwań rynku kapitałowego. Takie działanie możliwe jest tylko wówczas, gdy dokona się pomiaru wartości, a następnie pozna i zrozumie istotne czynniki, które ją tworzą. Autor koncepcji zarządzania wartością A. Rappaport [1999] zwraca uwagę na takie podstawowe wielkości kształtujące/generujące wartość przedsiębiorstwa, jak:

- wzrost przychodów ze sprzedaży,
- marża zysku operacyjnego,
- stopa podatku dochodowego,
- inwestycje w kapitał obrotowy,
- inwestycje w majątek trwały,
- koszt kapitału,
- okres trwania wzrostu wartości.

W literaturze przedmiotu można obecnie znaleźć jeszcze szereg innych czynników, także niematerialnych, które przyczyniają się do budowania wartości przedsiębiorstwa:

- kapitał intelektualny,
- lojalność klientów,
- zdolność przedsiębiorstwa do pozyskiwania nowych klientów,

- umiejętność opanowania nowych rynków i kanałów dystrybucji,
- umiejętność adaptacji do zmiennych warunków rynkowych,
- zdolność do innowacji,
- siła marki/marek,
- kultura wewnętrzna przedsiębiorstwa,
- reputacja społeczna,
- korzystne alianse i przejęcia itp.

Analiza powyższych czynników i ich wpływu na kreowanie wartości przedsiębiorstwa stanowi podstawowy krok przy wdrożeniu i efektywnym stosowaniu koncepcji zarządzania wartością.

Według A. Szablewskiego [2008] można wyróżnić cztery podstawowe obszary zarządzania wartością:

- proces kreowania wartości dla akcjonariuszy i kreowania wartości spółki,
- mierzenie wartości spółki wraz z identyfikacją luki wartości i jej potencjału w stosunku do innych, wiodących spółek z danego sektora, regionu, kraju czy na świecie,
- długoterminowy proces budowania wartości,
- zwrot do właścicieli w formie dywidendy pieniężnej lub wykupu akcji własnych przez spółkę celem ich umorzenia.

Pierwszym krokiem w zarządzaniu wartością jest jej poznanie, czyli zmierzenie. Zarówno teoria, jak i praktyka wykształciły wiele mierników charakterystycznych dla postrzegania samej wartości przedsiębiorstwa w czasie. Początkowo stosowano głównie wewnętrzne mierniki finansowe, takie jak ROI czy model DuPonta, opierające się głównie na zysku księgowym, stopniowo wypieranym w analizach przez przepływy gotówkowe. Później do analizy dołączono również aspekty zewnętrzne, czyli ocenę rynkową działalności przedsiębiorstwa. Na początku XXI wieku do głosu doszły mierniki uwzględniające wartości niematerialne, ponieważ to one stanowią obecnie główne źródło przewagi konkurencyjnej.

Wszystkie mierniki klasyfikuje się według różnych czynników:

- a) ze względu na *miejsce pomiaru*:
 - zewnętrzne – uwzględniające ocenę rynkową, np. Total Shareholder Return – TSR, Market Value Added – MVA,
 - wewnętrzne – np. *Discount Cash Flow* – DCF, *Economic Value Added* – EVA;
- b) ze względu na *horyzont czasowy*: – krótkookresowe – obliczane w krótkim okresie, np. EVA,
 - długookresowe – np. DCF;
- c) ze względu na *obszar*:
 - całkowitej wartości przedsiębiorstwa,
 - wartości tworzonej w wyodrębnionych częściach/obszarach przedsiębiorstwa – np. wartość tworzona przez klientów, pracowników itp.;
- d) ze względu na *realizowane zadania*:
 - tworzenia wartości,

- monitorowania procesu tworzenia wartości;
 - e) ze względu na *konstrukcję*:
- absolutne – suma wartości w jednostkach pieniężnych,
- względne – procent określonej ponadprzeciętnej rentowności.

Bez względu na zastosowany podział do obliczenia mierników wartości konieczne jest posiadanie informacji o koszcie kapitału, najczęściej podawanym w postaci stopy zwrotu/rentowności oczekiwanej przez inwestorów, właścicieli lub wierzycieli. Oprócz kosztu kapitału ważne jest również poznanie wielkości wyniku finansowego oraz zainwestowanego kapitału. Przy czym przez pojęcie wyniku finansowego można rozumieć zarówno wypracowany zysk, jak i generowane przepływy pieniężne. W niektórych przypadkach do obliczenia wskaźnika konieczna jest również znajomość przeciętnej stopy rentowności w sektorze czy oczekiwana lub prognozowana stopa zwrotu zgłaszana przez rynek.

Wybór miernika wartości przedsiębiorstwa uzależniony jest przede wszystkim od:

- celu wyceny,
- obszaru zarządzania wartością,
- podmiotu monitorującego,
- dostępności danych.

4. Rynkowe mierniki wartości przedsiębiorstwa

„Rynek kapitałowy odgrywa znaczącą rolę w procesie wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa z dwóch powodów, a mianowicie: (1) jako rynek pierwotny dostarcza kapitału, który zainwestowany w nowe przedsięwzięcia (inwestycje) przynosi stopę zwrotu, a przede wszystkim tworzy możliwość wzrostu przedsiębiorstwa, (2) jako rynek wtórny umożliwia obrót papierami wartościowymi, w którym poprzez wzrost (lub spadek) cen papierów wartościowych pozwala przełożyć na decyzje kreujące (lub niszczące) wartość spółki, wzrost (lub spadek) bogactwa akcjonariuszy, (3) a przede wszystkim uruchamia mechanizm wyceny wartości, w którym jest wyceniana przyszłość i fundamenty spółki” [Pomykańska 2010].

Zewnętrzne mierniki wartości uwzględniają oczekiwania i opinię rynku dotyczącą działalności, majątku i perspektyw danego przedsiębiorstwa. Ta wycena rynku wyrażona jest w cenie rynkowej akcji, a ściślej w jej przyroście lub spadku. Dodatkowym elementem mającym wpływ na mierniki zewnętrzne jest dywidenda wypłacana właścicielom lub wykup własnych akcji w celu ich umorzenia. Zarówno dywidenda, wykup akcji własnych, jak i przyrost cen akcji powoduje bezpośredni wzrost korzyści osiąganych z inwestycji w dane przedsiębiorstwo z punktu widzenia właścicieli/inwestorów.

Ze względu na mnogość wskaźników rynkowych, które mogą być wykorzystane do wyceny i monitorowania wartości przedsiębiorstwa na potrzeby niniejszego ar-

tykułu przebadano tylko podstawowe, najczęściej stosowane i wymieniane zarówno w literaturze, jak i praktyce, mierniki, takie jak: P/E, P/BV, TSR, MVA.

4.1. Mnożnik cena/zysk (*Price Earning Ratio* – P/E)

Wskaźnik P/E jest jednym z najczęściej stosowanych mierników wartości przedsiębiorstwa, wykorzystuje się go między innymi do oceny atrakcyjności inwestycji w dany podmiot. Swoją popularność zawdzięcza przede wszystkim prostocie i względnej łatwości wyliczenia na podstawie danych finansowych.

P/E to relacja pomiędzy nakładem (ceną rynkową akcji) a efektem tej inwestycji (wypracowanym przez spółkę zyskiem przypadającym na jedną akcję – EPS). W prosty sposób wartość P/E można zinterpretować jako liczbę okresów (najczęściej lat), po których nastąpi zwrot nakładu na inwestycję.

Z punktu widzenia inwestora zewnętrznego, przy interpretacji tego wskaźnika należałoby się posłużyć zasadami analizy fundamentalnej, która zaliczając P/E do mnożników, uznaje inwestycję w dany podmiot za atrakcyjną, gdy wartość P/E dla tej spółki jest wyraźnie poniżej średniej historycznej.

Inwestor, posiadając informacje o wysokości P/E, przy podejmowaniu decyzji powinien wykazać jednak ostrożność, ponieważ o ile licznik tego ułamka jest kategorią w miarę jednoznaczną, o tyle mianownik może zawierać różne dane:

- zysk netto wzięty do wyliczenia wskaźnika może być historyczny (np. za rok/okres poprzedni) lub prognozowany;
- P/E może być obliczany na podstawie tzw. trailing EPS, czyli zysku kroczącego, tak by uwzględnić najnowsze dane, lub EPS odnoszącego się do konkretnego okresu (np. roku obrachunkowego lub kalendarzowego);
- raportowany zysk netto spółki może zostać zaburzony przez wpływ zdarzeń jednorazowych, stąd do obliczeń P/E stosuje się EPS raportowany lub skorygowany (eliminacja zdarzeń incydentalnych);
- w przypadku grup kapitałowych całkowity zysk netto zawiera w sobie dwa elementy: zysk netto należny akcjonariuszom jednostki dominującej oraz zysk netto przypadający udziałowcom mniejszościowym; na potrzeby wyliczenia P/E drugi z wymienionych elementów powinien być pominięty – przeważnie stanowi on marginalną część zysków całkowitych, choć nie zawsze tak jest (np. PBG z Hydrobudową) i warto wówczas pamiętać o tej zasadzie;
- EPS może być raportowany w wariantcie podstawowym (bez uwzględniania planowanych przyszłych emisji akcji) lub w wariantcie rozwodnionym (uwzględniającym planowane przyszłe emisje).

Tak różne wartości przyjmowane do obliczania P/E doprowadzają do sytuacji, gdy porównywalność otrzymanych wyników jest mocno utrudniona.

Zgodnie z teorią P/E informuje o tym, ile inwestorzy są skłonni płacić za nabywanie prawa do bieżącej wartości zysków netto osiągniętych przez przedsiębiorstwo lub inaczej – wyraża ich opinię o efektywności ekonomicznej działania danej spółki, osiągniętych przez nią wynikach finansowych z tytułu zagospodarowania posiada-

nych aktywów oraz potencjale osiągnięcia podobnych rezultatów w przyszłych okresach, przy możliwym do osiągnięcia tempie wzrostu i przy danym poziomie ryzyka. Wynika z tego, że im wyższa wartość P/E (oczywiście w porównaniu z sektorem i rynkiem), tym większe zaufanie inwestorów do osiągnięć danej spółki oraz wyższa ocena efektywności podejmowanych działań. I *vice versa*, im niższe P/E, tym niższa efektywność spółki w oczach inwestorów. Ale czy tak naprawdę jest? Średnia wartość P/E dla WIG20, według GPW, wynosi obecnie 8,43¹.

Tabela 1. Wyniki i wskaźniki spółek wchodzących w skład WIG20, III kwartał 2011

Spółka	P/E	P/BV	ROA	ROE
PKOBP	10,82	1,84	0,03	0,23
PZU	11,1	2,18	0,56	2,47
KGHM	2,81	1,25	18,21	24,42
PEKAO	13,12	1,77	0,02	0,14
PKNORLEN	6,93	0,78	4,42	9,55
PGE	9,65	0,95	4,79	5,16
TPSA	13,33	1,67	11,50	24,16
PGNIG	9,94	1,00	2,75	3,84
TAURONPE	7,96	0,59	1,25	1,30
JSW	7,29	1,39	4,57	7,69
BOGDANKA	29,11	1,83	7,81	11,10
ASSECOPOL	9,38	0,77	7,00	8,27
BRE	9,78	1,38	0,01	0,21
KERNEL	24,19	5,13	-1,62	-2,70
HANDLOWY	12,49	1,44	0,02	0,15
GETIN	4,24	0,81	-0,89	-0,94
GTC	-3,65	0,55	-6,31	-8,71
LOTOS	3,95	0,52	4,71	10,79
TVN	-10,17	3,5	9,58	22,87
PBG	3,84	0,58	4,38	9,37
Średnio:	8,81	1,50	3,64	6,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych na www.gielda.onet.pl oraz www.bankier.pl.

Z tabeli 1 wynika, że liderem w badanym czasie spośród 20 spółek wchodzących w skład tego indeksu jest Bogdanka SA, która osiągnęła wartość wskaźnika P/E powyżej 29. Taka wysokość wskaźnika jest ponad trzykrotnie wyższa od wartości średniej. Biorąc za podstawę oceny efektywności zarządzania wskaźniki ROA i ROE, można zauważyć, że żaden z nich nie odbiega aż tak od średniej dla całego indeksu. Co więcej, cena akcji tej spółki w III kwartale 2011 r. spadła o 13,4%. Zwracając uwagę na fakt, że III kwartał 2011 r. odznaczał się bardzo negatywnymi

¹ Dane z ostatnich 20 sesji, www.gpw.pl (13.12.2011).

nastrojami inwestorów i ciągłymi spadkami indeksów, takie przewartościowanie jest tym bardziej zadziwiające. Z drugiej strony KGHM wykazuje się głębokim niedowartościowaniem w stosunku do średniej (trzykrotnie niższe P/E), a jego wskaźniki ROA i ROE są prawie pięciokrotnie wyższe od średniej. Spółka zanotowała spadek cen akcji o prawie 31,5%. Powyższe przykłady nasuwają wątpliwości co do efektywności wskaźnika P/E, czyli do tego, co rzeczywiście pokazuje ten wskaźnik.

4.2. Mnożnik cena/wartość księgową (*Price Book Value Ratio – P/BV*)

Kolejnym wskaźnikiem, równie często wykorzystywanym w praktyce jak P/E, jest P/BV, czyli mnożnik cena do wartości księgowej przedsiębiorstwa. Podobnie jak P/E, P/BV stosowany jest do wstępnej wyceny i świadczy o atrakcyjności inwestycji w analizowane przedsiębiorstwo. Jeżeli akcje lub udziały danego podmiotu są notowane poniżej jego ceny księgowej, świadczy to o jego niedowartościowaniu przez rynek, czyli stanowi potencjalnie dobrą okazję inwestycyjną.

Relacja ceny rynkowej do ceny księgowej pozwala na ocenę możliwości danej spółki oraz na prognozowanie kierunków zmian w wartości rynkowej, czyli cenie akcji. W teorii można znaleźć również twierdzenie, że mnożnik ten pokazuje, czy przedsiębiorstwo w swoich działaniach wykorzystuje tzw. wartości niematerialne (*goodwill*), czyli aktywa pozabilansowe.

Do głównych zalet wskaźnika P/BV można zaliczyć to, że:

- wartość księgową nie ulega tak częstym zmianom jak wartość rynkowa, a więc ich porównanie urealnia zarówno jedną, jak i drugą;
- mnożnik ten może być swobodnie wykorzystany przy szacowaniu wartości przedsiębiorstw niedochodowych, przynoszących straty ze swojej działalności (w przeciwieństwie do wskaźnika P/E, którego zastosowanie w takich warunkach nie ma sensu).

Jednak, podobnie jak P/E, ma kilka wad:

- wartość księgową może być zniekształcona, podobnie jak zysk, przez przyjęte standardy rachunkowe, np. zastosowane odpisy amortyzacyjne;
- wartość księgową, a także sam wskaźnik na niej oparty są mało przydatne w przypadku szacowania wartości podmiotów świadczących usługi niematerialne, działających w sektorach opartych na wiedzy i małych przedsiębiorstwach, a więc wszędzie tam, gdzie wartość własnych aktywów jest stosunkowo niska, a działalność oparta jest głównie na zasobach dzierzawionych, wynajmowanych lub leasingowanych;
- w przypadku przedsiębiorstw przynoszących straty w dłuższym okresie czasu wartość księgową kapitału własnego może być ujemna, co uniemożliwia ich wycenę;
- na bieżącą wartość wskaźnika może mieć wpływ jeden z elementów *goodwill* przedsiębiorstwa, np. kwalifikacje pracowników, potencjalne kontrakty.

Przyglądając się danym zawartym w tabeli 1, można zauważyć, że największą wartość wskaźnika P/BV w III kwartale 2011 r. zanotował Kernel SA (5,13 wobec

średniej 1,50). Jednak jego wskaźniki ROE i ROA zupełnie nie potwierdzają tak dobrze postrzeganej efektywności, wręcz ich wartości są ujemne. Gdyby przyjąć interpretację tego wskaźnika jako wykorzystanie *goodwill* w przedsiębiorstwie (gdy $P/BV > 1$), to biorąc pod uwagę wyniki PKN Orlen, można dojść do wniosku, że spółka nie wykorzystuje wartości niematerialnych, ponieważ wysokość wskaźnika P/BV jest poniżej średniej i dodatkowo poniżej jedności (0,78). Wartości ROA i ROE nie wskazują na brak efektywności w zarządzaniu – znacznie przekraczają średnie dla WIG20. Dodatkowo patrząc na samą markę wykreowaną przez spółkę, zajmuje ona od 2006 r. pierwsze miejsce w rankingu marek w Polsce [*Ranking najcenniejszych... 2011*]. Co więcej, jej wartość stale się powiększa (szacowana wartość w roku 2010 – 3794,2 mln zł, wzrost o 4% – 2010/2009, 27% – 2009/2008, 11% – 2008/2007, 8% – 2007/2006). Jednak znaczącą rolę znów odgrywa w tym przypadku ogólny nastrój inwestorów, niekoniecznie mający wiele wspólnego z podstawami fundamentalnymi przedsiębiorstw.

4.3. Całkowita wartość dla akcjonariuszy (*Total Shareholder Return – TSR*)

Jednym ze wskaźników teoretycznie najlepiej pokazujących wypracowane korzyści dla akcjonariuszy, a co za tym idzie rynkową wartość wypracowaną przez przedsiębiorstwo, jest TSR. Warto zwrócić uwagę, że TSR mierzy nie tylko wartość dla akcjonariuszy, ale również ich bogactwo (*shareholders wealth*), ponieważ pokazuje on stopę zwrotu osiąganą przez inwestorów w pewnym okresie z posiadanych akcji przedsiębiorstwa, uwzględniając wzrost wartości akcji, ale także inne formy wzrostu wartości, jak dywidendy czy wykup akcji własnych. TSR mierzy zatem całkowity dochód akcjonariuszy podawany jako procent wyjściowej wartości inwestycji, którą jest rynkowa cena akcji spółki z początku okresu pomiaru.

Całkowita wartość dla akcjonariuszy podawana jest jako stosunek przyrostu ceny rynkowej jednej akcji powiększonego o przypadającą na akcję wartość wypłaty dywidendy do ceny akcji z początku rozważanego okresu.

$$TSR = \frac{(P_1 - P_0) + DPS + CP}{P_0},$$

gdzie: P_1 – cena akcji z końca badanego okresu t ; P_0 – cena akcji z początku badanego okresu t ; DPS (*dividend per share*) – wartość wypłaconej dywidendy na 1 akcję; CP (*cash payment*) – inne wypłaty gotówki na rzecz właścicieli przypadające na 1 akcję.

Wskaźnik TSR może być liczony również w wartościach zagregowanych, a więc bez odnoszenia go do pojedynczej akcji. Wówczas stanowi on stosunek przyrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa na koniec okresu t , powiększonego o wartość wypłaconych dywidend i innych świadczeń na rzecz właścicieli, do wartości rynkowej przedsiębiorstwa z początku okresu t .

Z punktu widzenia analizy wypracowanej wartości TSR nie jest wystarczającym miernikiem. Brak w nim bowiem odniesienia do oczekiwanej stopy zwrotu. Problem ten może być rozwiązany poprzez zastosowanie tzw. *spread* TSR (*Excess Return, Abnormal Return*), czyli różnicy pomiędzy wypracowanym TSR a oczekiwanym zwrotem dla akcjonariuszy, obliczanym np. za pomocą modelu CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) i podawanym jako koszt kapitału własnego. Otrzymana w ten sposób wartość rynkowa może być następnie poddana analizie porównawczej w sektorze lub na całym rynku.

Nie należy zapominać o tym, że TSR jest miernikiem typowo rynkowym. Nie odzwierciedla więc operacyjnych wyników spółki, lecz rynkową opinię o nich.

W rankingu spółek według wskaźnika TSR w roku 2006 [Sobotnik 2007] pierwsze miejsce zajmował Energopol SA z wynikiem 768% (przeciętny TSR w 2006 – 102,10%), ale czy rzeczywiście wartość dla akcjonariuszy została wypracowana przez firmę? Lata 2006-2007 to szczyt hossy, a więc można było zauważyć, że przeciętny inwestor zarabiał w zasadzie na wszystkich akcjach, niezależnie od podstaw fundamentalnych. Wyniki Energopolu osiągnięte w tym czasie podane są w tabeli 2.

Tabela 2. Wyniki Energopolu SA w latach 2005-2007 (tys. zł)

Wybrane pozycje sprawozdania	2005	2006	2007
Przychód netto	45 231,00	69 241,00	65 127,00
Zysk operacyjny	769,00	4 776,00	-16 722,00
Zysk netto	353,00	3 487,00	1 572,00
Przepływy netto	3 336,00	-5 112,00	21 315,00
Aktywa	29 110,00	37 194,00	80 786,00
Kapitał własny	21 649,00	24 898,00	61 990,00
Liczba akcji (tys. szt.)	2 220	2 220	11 100
Wartość księgową na akcję (BV)	9,75	11,22	5,59

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych na www.gielda.onet.pl.

Przyglądając się powyższym danym, można zauważyć, że zysk netto w roku 2006 wzrósł o 888%. Jednak takie kategorie, jak wartość księgową na akcję (BV) czy przepływy netto, zanotowały odpowiednio 15% wzrostu i 253% spadku. Całe aktywa wzrosły tylko o 28%. Z drugiej strony, patrząc na cenę akcji w tym czasie i biorąc pod uwagę porównanie 28.12.2005 do 28.12.2006, zauważamy wzrost kursu o 445%. Jednak niecały miesiąc wcześniej wzrost ten wynosił 1622%, a więc zupełnie niewspółmiernie do wzrostu wartości podawanych w sprawozdaniach. Jeżeli wskaźnik TSR miałby być tu interpretowany jako rynkowa opinia o wynikach operacyjnych spółki, to chyba była znacznie przesadzona.

4.4. Rynkowa wartość dodana (*Market Value Added – MVA*)

Rynkowa wartość dodana MVA jest wielookresową miarą rynkową przedsiębiorstwa. Określa kondycję zewnętrzną spółki, czyli to, w jaki sposób rynek ocenia

ją na podstawie różnicy pomiędzy jej rynkową wartością a zainwestowanym kapitałem. „MVA to swoista premia dodawana na rynku do zainwestowanego kapitału” [Cwynar, Cwynar 2002]. Może być ona wyliczana na dwa sposoby: *ex post* i *ex ante*. W pierwszym przypadku jest to różnica pomiędzy rynkową wartością całego przedsiębiorstwa a zainwestowanym kapitałem. W drugim zaś jest to suma zdyskontowanych, oczekiwanych w przyszłości wartości EVA².

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Ze względu na fakt, że obliczony w ten sposób wskaźnik MVA stanowi wartość bezwzględną, to jego interpretacja jest nieco utrudniona. Poza tym nie uwzględnia on wszystkich elementów składających się na zwrot dla akcjonariuszy, ponieważ głównym punktem zainteresowania są tu zyski kapitałowe, a pozostałe korzyści dla właścicieli, takie jak dywidendy, wypłaty gotówki dla właścicieli czy efekty wykupu własnych akcji, są pomijane. Dlatego też bardziej skutecznym sposobem pomiaru wypracowanej wartości jest skupienie się na przyroście MVA (ΔMVA), czyli różnicy pomiędzy wartością MVA z końca badanego okresu a wartością MVA z początku tego okresu.

Łatwiejszy w analizie jest wskaźnik w wielkościach względnych, czyli iloczyn rynkowej wartości dodanej i kapitału własnego (skorygowane MVA). Inaczej mówiąc jest to nadwyżka wartości rynkowej nad księgową.

$$\text{Skorygowana MVA} = MVA_t / \text{skorygowana wartość księgową kapitału własnego}_{t-1}$$

Uważa się, że dodatnie wartości MVA powodują wzrost korzyści dla właścicieli. MVA ujemne świadczy o zmniejszeniu wartości przedsiębiorstwa. W interpretacjach i analizach MVA należy uwzględnić jednak fakt, że jest to wskaźnik rynkowy i w dużej mierze zależy od sytuacji na rynkach kapitałowych, ale z drugiej strony – również od zastosowanego sposobu wyceny księgowej. Ten rynkowy charakter MVA powoduje, że nie może on być wykorzystywany do wyznaczania kierunków podejmowanych decyzji, ponieważ jego wartość w znacznej mierze jest poza zasięgiem decyzji menedżerskich. Posługując się wskaźnikiem liczonemu *ex post*, można jednak na jego podstawie ocenić efektywność już podjętych decyzji.

5. Efektywność mierników rynkowych

Przyglądając się powyżej omówionym wskaźnikom rynkowym, łatwo można zauważyć, że w głównej mierze zależą one od ceny akcji. Na kształtowanie się kursu

² *Economic Value Added* – wewnętrzny miernik wartości wypracowanej w danym okresie, opracowany przez Stern Steward & Co.

wpływa przede wszystkim siła popytu i podaży, wzmagana lub osłabiana przez wiele czynników, np.:

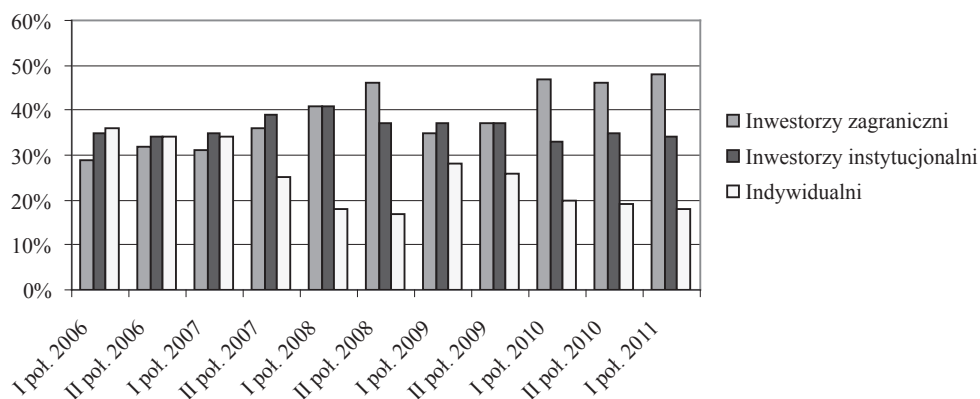
- wyniki działalności spółki,
- tendencje rozwojowe branży,
- tendencje gospodarki narodowej,
- ryzyko inwestycji itp.

Daleko posunięta globalizacja rynków finansowych, a co za tym idzie również rynków kapitałowych, doprowadza do tego, że na jednym „parkiecie” mogą spotkać się inwestorzy z całego świata i teoretycznie istnieje możliwość manipulacji kursami instrumentów finansowych i doprowadzenia do oderwania ich cen od podstaw fundamentalnych. Taka sytuacja powoduje, że wycena rynkowa przedsiębiorstwa jest zupełnie nieadekwatna do tego, co w rzeczywistości sądzą o danej spółce inwestorzy i jak postrzegają jej możliwości rozwojowe. Od takich ataków spekulantów nie jest wolna żadna giełda na świecie, tym bardziej nie jest przed tym chroniona warszawska Giełda Papierów Wartościowych. Przykładem takiej potencjalnej manipulacji jest fixing z 12 listopada 2008 r., którego wynikiem były zgłoszone przez KNF wnioski do prokuratury [Komunikat KNF... 21.11.2008]. Spadające w ciągu całego dnia kursy akcji, zatrzymane w momencie fixingu, doprowadziły do wzrostu indeksu WIG20. Następną sesja, na otwarciu, doprowadziła do równowagi. Do dziś dnia pozostaje zagadką, czy działały tu inne siły poza rynkową siłą popytu i podaży. Niezależnie od tego, jaka będzie odpowiedź na to pytanie, kwestia efektywności wskaźników rynkowych została w tej sytuacji mocno „nadszarpnięta”. Oczywiście można stwierdzić, że był to tylko incydent dotyczący jednej sesji giełdowej, ale może właśnie dlatego był tak bardzo zauważalny. Jaka jest pewność, że nie mamy do czynienia z takimi wydarzeniami w dłuższych okresach. Znaczące spadki indeksów giełdowych, duża zmienność na rynku podczas pierwszej fali kryzysu (IV kwartał 2008 – I kwartał 2009) oraz deprecjacja waluty krajowej i problemy polskich przedsiębiorstw z opcjami skutkowały domysłami co do przyczyn takiego stanu rzeczy. W prasie huczało od spekulacji dotyczących rzekomego zamachu na polską gospodarkę, w którym miały brać udział zagraniczne instytucje finansowe [Boczkowski 2009]. Czy rzeczywiście podmioty zagraniczne mogą manipulować cenami akcji? Przyglądnijmy się strukturze inwestorów na warszawskiej GPW.

Jak wynika z rysunku 1 na rynku podstawowym, a więc rynku akcji, dominującą siłą są inwestorzy zagraniczni. Od ich nastrojów będą zależeć w głównej mierze ceny instrumentów finansowych. Wśród krajów najbardziej aktywnych na warszawskim parkiecie są m.in.: Wielka Brytania, Francja i Czechy.

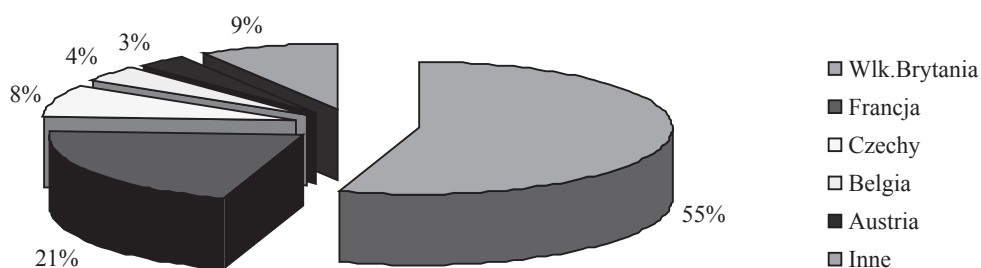
Badania przeprowadzone w 2010 r., dotyczące struktury inwestorów [Czech 2010], wykazały, że „mimo iż zwrot z kapitału obniżał się, na warszawskiej giełdzie³ można było zauważyć znaczny wzrost udziału inwestorów zagranicznych, zatem w okresie kryzysu gospodarczego decydentami w kreowaniu kursów giełdowych

³ Analiza dotyczy I fazy kryzysu gospodarczego z lat 2007-2008.



Rys. 1. Struktura inwestorów na rynku podstawowym GPW

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl.



Rys. 2. Struktura inwestorów zagranicznych, I półrocze 2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl.

w dużej mierze byli inwestorzy zagraniczni. Z badania wynika, że inwestorzy zagraniczni wykazywali największą zgodność co do wahań indeksu WIG20. Oznacza to, że wraz ze wzrostem wartości indeksu wzrastał również potencjał tej grupy inwestorów” [Czech 2010]. Biorąc po uwagę powyższe wnioski, fakt, że największy udział w inwestycjach z zagranicy miały i mają podmioty pochodzące z Wielkiej Brytanii, oraz to, że KNF o działania z 12 listopada 2008 r. podejrzewała jedną z instytucji angielskich, można stwierdzić, że warszawski rynek akcji jest zdominowany przez inwestorów zagranicznych, a wahania kursów instrumentów finansowych będą dyktowane nastrojami właśnie tej grupy. Nie można również wykluczyć, że ze względu na potencjał finansowy, jaki posiadają te podmioty, nie będzie dochodziło do manipulacji cenami akcji w krótkim lub dłuższym okresie. Działania takie nie będą miały nic wspólnego z prawidłową wyceną rynkową.

Znaczny udział w rynku inwestorów zagranicznych i instytucjonalnych powoduje, że w dalszym ciągu warszawska giełda postrzegana jest jako mało płynna. Ogólnopolskie badanie inwestorów [www.sii.org.pl 2011], przeprowadzone systematycznie przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII), wykazało, że 52,4% badanych uważa, iż polski rynek kapitałowy jest za bardzo podatny na wahania rynków zagranicznych. Poza tym 37,4% uważa również, że rynek jest za mało płynny. Dowodzą tego same liczby. Średnia wartość *free float* w spółkach należących do WIG20 wynosi 43,38%, podczas gdy pozostałe 56,62% akcji jest w posiadaniu dużych akcjonariuszy [www.bankier.pl 2010]. Taka struktura akcjonariatu zwiększa możliwości działań spekulacyjnych i doprowadza do tego, że wycena rynkowa przedsiębiorstw jest mniej rzetelna, a ocena działań zarządów – niekoniecznie obiektywna. Cała ta sytuacja przekłada się na zmniejszenie efektywności rynkowych mierników wartości przedsiębiorstwa.

Drugą co do wielkości siłą inwestycyjną na GPW są krajowi inwestorzy instytucjonalni. 1/3 tych instytucji to towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) [*Inwestorzy w obrotach...* 2011], których certyfikaty lub udziały wyceniane są na rynku przez inwestorów indywidualnych i podobnie jak akcje powinny odzwierciedlać ocenę skuteczności zarządzania. Tak więc z jednej strony TFI funkcjonują jako inwestorzy na giełdzie, z drugiej – jako emitenci. Zatem ich działalność w dużej mierze zależy od inwestorów indywidualnych.

Z podobnym problemem mamy do czynienia w przypadku kolejnej grupy inwestorów, którą są animatorzy. Stanowią oni ok. 29% inwestorów instytucjonalnych [*Inwestorzy w obrotach...* 2011]. Ich zachowanie na rynku, podobnie jak w przypadku TFI, dyktowane jest nastrojami i aktywnością inwestorów indywidualnych.

Ostatnia grupa to otwarte fundusze emerytalne (OFE). Stanowią one 21% [*Inwestorzy w obrotach...* 2011] inwestorów instytucjonalnych. Jak twierdzi prezes GPW Ludwik Sobolewski [*Widziane z góry...* 2011], stanowiąc ok. 6-7% wszystkich inwestorów giełdowych, mają one nieznaczny wpływ na to, co dzieje się na rynku, a co za tym idzie, na ceny akcji.

Jedną z praktyk stosowaną przez inwestorów instytucjonalnych jest tzw. rekonstrukcja portfela pod koniec okresu sprawozdawczego, czyli najczęściej pod koniec każdego kwartału, ze szczególnym naciskiem na ostatni kwartał roku. Fundusze pozbywają się akcji, które traciły na wartości. Jednocześnie wstrzymują się z wyprzedają akcji, które przyniosły największe zyski. Ponieważ zarządy funduszy wynagradzane są przeważnie od wyników (porównywanych do indeksu giełdowego lub konkurencji), opisane powyżej działanie powoduje wykazanie w raportach odpowiednio wysokich stóp zwrotu. Zapewnia to również wyższą wycenę funduszy przez inwestorów indywidualnych.

„W polskich warunkach zjawisko to objawia się głównie poprzez zwiększone obroty i nagłe ruchy cen mniej płynnych spółek pod koniec roku. Mniejsze spółki są bardziej podatne na efekt wzrostu stóp zwrotu z powodu mniejszej wartości oraz mniejszej ilości akcji w obrocie. Zarządzający funduszem, dążąc do maksymaliza-

cji wyceny spółki będącej w jego portfelu, może za pomocą odpowiednio dużego zlecenia kupna wpłynąć na wzrost jej kursu. Jeżeli podwyższona cena utrzyma się do końca roku, zarządzający może wykazać się wyższą stopą zwrotu” [Polowczyk 2010]. I znów efektywność rynkowych mierników wartości zostaje mocno podważona.

W związku z tak dużym realnym wpływem na giełdę inwestorów indywidualnych, przyglądnijmy się ich zachowaniom i racjonalności działania.

Według badania przeprowadzonego przez SII w roku 2011 przeciętny polski inwestor giełdowy lokuje środki na giełdzie od mniej niż 5 lat (67,9%) i poświęca na inwestowanie do 1 godziny dziennie (33,3%). Posiada przy tym portfel o niewielkiej wartości – do 30 tys. zł (56,5%) i podejmuje decyzje samodzielnie (96,7%) na podstawie własnych analiz (64,2%) i wycucia (63,5%). Największe znaczenie przy analizie instrumentów finansowych przypisywane jest analizie technicznej (17,6%) i analizie fundamentalnej (21,9%), jednak rośnie grupa osób, które nie dokonują żadnych analiz ze względu na brak umiejętności (20,9% w 2011 wobec 4,7% w 2010). Inwestycje są przeważnie krótkoterminowe (do roku – 46,1%, do miesiąca – 19,4%). W przypadku pozycji stratnych, zdecydowana większość inwestorów (56,4%) nie zamyka ich, tylko czeka na odbicie.

Analizując powyższy profil inwestora, można dojść do wniosku, że większość inwestorów indywidualnych to niedoświadczeni gracze, którzy w podejmowaniu decyzji częściej kierują się emocjami niż przemyślanymi strategiami. Świadczy o tym nie tylko okres działań na giełdzie, ale również czas poświęcony analizom, jeżeli w ogóle są przeprowadzane, i specyficzny sposób zachowania przy pozycjach stratnych. Kierowanie się emocjami przy podejmowaniu decyzji czy podążanie za tłumem doprowadza do sytuacji absurdalnych. 24 października 2008 r., po kilku sesjach spadkowych, kurs KGHM spadł do 21,4 zł na akcję. Sama wartość POLKOMTEL-u, który był wówczas w posiadaniu spółki, wynosiła prawie 20 zł na akcję. Czy zatem cała część działalności wydobywczej była warta zero złotych? Jeżeli przyjmiemy, że rynkowe mierniki wartości odzwierciedlają przede wszystkim opinię inwestorów co do efektywności działania przedsiębiorstwa i jego perspektyw na przyszłość, to czy wartość akcji w przytoczonym przykładzie należałoby zinterpretować jako prognozę upadłości spółki? Takie momenty „paniki” na giełdzie są równie częste jak momenty „euforii”. Rok 2007 odznaczył się w Polsce wielkim szaleństwem na punkcie nieruchomości. Notowane wówczas na warszawskiej giełdzie certyfikaty zamkniętego funduszu inwestycyjnego BPH Sektora Nieruchomości są przykładem jak dalece giełdowa wycena może „odkleić się” od rzeczywistości. Cena funduszu wycenianego normalnie na poziomie 100 zł za certyfikat na początku 2007 r. zaczyna rosnąć do poziomu 110,99 zł. Po ogłoszeniu oficjalnej wyceny w wysokości 100,24 zł spada na kilka dni do poziomu 105 zł, po czym rozpoczyna spektakularny wzrost, by 30 stycznia 2007 r. osiągnąć poziom 153 zł, czyli 50% wyżej od oficjalnej wyceny podanej na koniec grudnia 2006 r. Wycena na koniec marca 2007 r. brzmiała 105,52 zł. Na koniec września 2007 kurs osiągnął poziom 97 zł,

podczas gdy oficjalna wycena po III kwartale wynosiła 117,78 zł, ale wówczas rynek nieruchomości stracił już na popularności.

Większość zachowań inwestorów indywidualnych daje się wyjaśnić na podstawie teorii perspektywy D. Kahnemana i A. Tversky'ego [1979]. Awersja do strat, instynkt stadny, nadreaktywność na sygnały informacyjne o charakterze opisowym, efekt kalibracji, konserwatyzm poznawczy czy błąd dostępności to bardzo charakterystyczne elementy zachowań inwestorów, które powodują, że ich decyzje nie są racjonalne.

Na ceny akcji mają także wpływ analitycy. Najczęściej w momencie publikacji rekomendacji następuje istotny wzrost obrotów akcjami ocenianej spółki. Instynkt stadny działa również i w tym przypadku. Nadmierna wiara w analityków powoduje, że ich prognozy same się spełniają. Większego znaczenia nabierają tu opinie na temat postrzegania przez rynek (czytaj: analityka) przyszłości dotyczącej danej spółki niż podstawy fundamentalne. Sami analitycy również nie charakteryzują się bezwzględną racjonalnością. Między innymi, dbając o swoją reputację, często naginiają swoje prognozy do opinii tłumu, czy będąc związanymi z firmami zarządzającymi aktywami, preferują/faworyzują spółki, które znajdują się w portfelu podmiotów powiązanych.

„Koncepcja maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy stwarza pułapki dla menedżerów. Są one trudne do uniknięcia z powodu sposobu, w jaki wartość dla akcjonariuszy jest kreowana, a jest ona oparta na oczekiwaniach co do przyszłego rozwoju firmy i jej pozycji względem konkurentów. Dlatego kluczowego znaczenia nabiera zarządzanie emocjami akcjonariuszy, a w szczególności pobudzanie optymistycznych oczekiwań co do przyszłych wyników firmy” [Polowczyk 2010].

Emocje i nieracjonalność podejmowanych decyzji doprowadza do oderwania cen akcji od jakichkolwiek podstaw fundamentalnych. Zatem ciężko przyznać, że rynkowe mierniki wartości będą tutaj spełniać swoją rolę.

Ostatnia kwestia związana z ceną akcji to rozwijające się w bardzo szybkim tempie tzw. transakcje wysokiej częstotliwości (*high-frequency trading* – HFT). Jest to nic innego, jak zaangażowanie do wykonywania transakcji komputera i specjalnie opracowanych systemów wyłapujących sygnały kupna i sprzedaży. W roku 2004 HFT uznawane były za strategie niszowe, ponieważ mniej niż 25% transakcji zawierano właśnie w ten sposób. W 2009 r. już 73% transakcji na rynku amerykańskim dokonywano przez komputery i takie właśnie algorytmy [Aldridge 2010]. Rynek amerykański nie jest tutaj wyjątkiem. Podobna sytuacja dotyczy rynków europejskich i azjatyckich. Coraz bardziej popularne mechaniczne systemy są kolejnym argumentem przemawiającym za tym, że tzw. rzeczywista wartość rynkowa spółki, utożsamiana z ceną jej akcji, w większości nie ma nic wspólnego nie tylko z podstawami fundamentalnymi, ale również z opinią inwestorów dotyczącą efektywności zarządzania.

6. Podsumowanie

„Na rynku wtórnym inwestorzy mają możliwość odzyskania gotówki przed terminem zapadalności instrumentu finansowego. Giełda umożliwia bieżącą ocenę działalności emitentów, co powoduje, że kapitały są kierowane na realizację najbardziej efektywnych przedsięwzięć. Gdyby inwestorzy nie mogli dokonywać transakcji częstkami własności, byłoby również znacznie trudniej ustalić w wiarygodny sposób wartość spółek” [Pomykalska 2010].

Mierniki wartości powinny dawać możliwość sensownego skorelowania zdolności spółek do generowania gotówki z oczekiwaniami akcjonariuszy i tworzeniem bogactwa właścicieli. Wydaje się, że w sposób najbardziej bezpośredni do kreacji wartości dla akcjonariuszy nawiązują rynkowe mierniki wartości, oparte głównie na cenie akcji, która powinna być wynikiem gry popytu i podaży. Jednak wpływ na nią mają również spekulacje, przeczucia oraz emocje. W takich sytuacjach, gdy na rynku przeważają nastroje dyktowane przez te drugie czynniki, rynkowe mierniki wartości tracą na swym aspekcie poznawczym, a ich interpretacja prowadzi do błędnych wniosków.

Nakładając na to jeszcze fakt, że obroty na rynkach zdominowane są obecnie przez mechaniczne systemy transakcyjne typu HFT, sensowność stosowania powyższych wskaźników w celu pomiaru wzrostu wartości firmy, pozostaje pod dużym znakiem zapytania. W aspekcie transakcji HFT dyskusyjne staje się również pytanie, czy mierniki te w dalszym ciągu odzwierciedlają opinię inwestorów o przyszłych osiągnięciach przedsiębiorstwa, czy jest to raczej czysta gra techniczna, mająca na celu jak najlepsze zaprognozowanie przyszłości na podstawie danych przeszłych i rysujących się trendów.

Literatura

- Aldridge I., *High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010.
- Boczkowski A., *Jakubas. To zamach na gospodarkę*, „Puls Biznesu”, 2 lutego 2009.
- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Czech M., *Analiza struktury inwestorów na warszawskim parkiecie w aspekcie fluktuacji indeksu WIG20*, „Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse” 2010, t. 6, nr 4.
- Inwestorzy w obrotach giełdowych w I półroczu 2011*, www.gpw.pl, sierpień 2011.
- Kahneman D., Tversky A., *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, „Econometrica” 1979, vol. 47, no. 2.
- Komunikat KNF z dnia 21 listopada 2008 r. w sprawie podejrzenia KNF manipulacji na fixingu na sesji giełdowej w dniu 12 listopada 2008 r., www.knf.gov.pl.
- Polowczyk J., *Kreacja wartości przedsiębiorstwa w perspektywie ekonomii behawioralnej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 635, Szczecin 2010.

- Pomykalska B., *Zarządzanie procesem wzrostu przedsiębiorstwa. Perspektywa finansowa*, Zeszyty Naukowe Politechniki Łódzkiej nr 1069, Łódź 2010.
- Ranking najcenniejszych polskich marek*, <http://www.rankingmarek.pl/>.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999.
- Sobotnik R., *Najlepsze spółki giełdowe*, „CEO Magazyn Top Menedżerów”, Listopad 2007.
- Szablewski A., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Logika i prawidłowości*, „e-finance” 2.09.2008.
- Szablewski A. (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Widziane z góry* – wywiad z Ludwikiem Sobolewskim, „Bankier.TV” 7.12.2011.
- Woźniak T., Rudnik P., Pokrętka T., *Coca-Cola na polskim parkiecie*, „Controlling”, czerwiec 2011, nr 6.

Źródła internetowe

- www.bankier.pl.
www.gielda.onet.pl.
www.gpw.pl.
www.sii.org.pl, Ogólnopolskie Badanie Inwestorów, Profil Inwestora Giełdowego 2010 oraz 2011.
www.sjp.pwn.pl.

MARKET MEASURES OF CREATING VALUE OF SELECTED COMPANIES LISTED ON THE STOCK EXCHANGE. CRITICAL ANALYSIS

Summary: The papers defines term value and conception of value based management with particular emphasis on market value measures. Its describes the rules of framing and interpretation of such measures like P/E, P/BV, TSR and MVA. The author tried to analyze the efficiency of those measures.

Keywords: finance, valuation of company, VBM, management