

Magdalena Gostkowska-Drzewicka

Uniwersytet Gdański

e-mail: mgostkowska@wzr.ug.edu.pl

KONDYCJA FINANSOWA JAKO WYZNACZNIK POZYCJI KONKURENCYJNEJ PRZEDSIĘBIORSTW DEWELOPERSKICH

FINANCIAL STANDING AS A DETERMINANT OF COMPETITIVE POSITION OF REAL ESTATE DEVELOPMENT COMPANIES

DOI: 10.15611/nof.2015.1.03

JEL Classification: G3, G32, L74, L2.

Streszczenie: Celem artykułu jest zbadanie kondycji finansowej przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW i wyznaczenie na tej podstawie ich pozycji konkurencyjnej w Polsce w latach 2007-2013. Na podstawie wskaźników płynności, zadłużenia, obrotowości, rentowności i efektywności rynkowej skonstruowano taksonomiczny miernik atrakcyjności inwestycji (TMAI). Posłużył on jako podstawa oceny porównawczej kondycji finansowej badanych spółek. Kondycja finansowa przedsiębiorstwa determinuje możliwości przetrwania i rozwoju w konkurencyjnym i zmiennym otoczeniu rynkowym, a zatem jest wyznacznikiem pozycji konkurencyjnej. Grupa przedsiębiorstw o stabilnej pozycji konkurencyjnej i dobrej kondycji finansowej jest stosunkowo nieliczna. Najwięcej spółek wykazywało dość częste zmiany pozycji w rankingu. Przeważały jednak podmioty, których kondycja finansowa ulegała systematycznemu pogorszeniu. Wskaźnik TMAI przyjmuje generalnie niskie wartości, co oznacza, że kondycja finansowa badanych spółek jest słaba.

Słowa kluczowe: deweloper, rynek nieruchomości, analiza taksonomiczna, budownictwo.

Summary: The aim of the article is to analyse the financial standing of real estate development companies listed on WSE and to fix on this basis their competitive position in Poland in the years 2007-2013. Liquidity, debt, turnover, profitability and market efficiency ratios were used to construct the taxonomic measure of investment attractiveness (*TMAI*). It was the basis for a comparative assessment of the companies financial condition. The financial condition of the company determines its survival and development opportunities in a competitive and changing market environment, and therefore – it is an indicator of competitive position. The group of companies with a stable competitive position and good financial condition is small. Most companies showed frequent changes in the ranking. Entities whose financial condition underwent systematic deterioration dominated in the examined population. *TMAI* indicator has a generally low value, which means that the financial condition of the realtors is weak.

Keywords: real estate developer, real estate market, taxonomic analysis, construction industry.

1. Wstęp

W drugiej połowie 2007 roku zakończył się okres hossy na rynku nieruchomości w Polsce. Doszło wtedy do zapoczątkowania nowego cyklu koniunkturalnego. W roku 2008 sytuacja gospodarcza przedsiębiorstw deweloperskich uległa dalszemu znacznemu pogorszeniu, co związane było z globalnym kryzysem finansowym, któremu przypisuje się zmiany na krajowym rynku kredytowym. Spadek akcji kredytowej, połączony ze wzrostem marż i przyjętą przez banki rygorystyczną oceną zdolności kredytowej klientów, dotyczył zwłaszcza deweloperów oraz inwestorów indywidualnych ubiegających się o kredyty hipoteczne. W okresie tym zmniejszył się popyt na nowe nieruchomości, których ceny spadły, co doprowadziło do istotnego pogorszenia warunków funkcjonowania przedsiębiorstw deweloperskich. W konsekwencji obserwowany w latach 2008-2013 okres dekonunktury na rynku nieruchomości przełożył się na wyniki finansowe przedsiębiorstw deweloperskich. Firmy te, chcąc przetrwać na rynku, zostały zmuszone do podejmowania działań prowadzących do odzyskania przewagi konkurencyjnej nad innymi podmiotami w sektorze. Konkurencyjność jest bowiem kluczowym czynnikiem sukcesu bądź porażki rynkowej firmy [Porter 1990].

Wysoka pozycja konkurencyjna jest budowana w długim okresie. Zależy ona – po pierwsze – od czynników wewnętrznych, na które przedsiębiorstwo ma pewien wpływ. Po drugie – pozycja konkurencyjna jest kształtowana przez czynniki zewnętrzne, na które nie ma ono wpływu. W przypadku przedsiębiorstw deweloperskich wśród tych czynników kluczowe znaczenie ma wspomniana wcześniej koniunktura w sektorze, koszt oraz dostępność środków zewnętrznych na sfinansowanie inwestycji czy też wysoka zmienność i brak przejrzystości legislacyjnej zwłaszcza w zakresie podatków. Wysoka pozycja konkurencyjna w długim okresie pozwala na osiągnięcie lepszego od konkurentów wyniku finansowego. Oznacza to poprawę kondycji finansowej, będącej ważnym czynnikiem akumulowania kapitału własnego. Jeżeli z powodu oddziaływania określonych czynników zewnętrznych obniżeniu ulegnie pozycja konkurencyjna, to przedsiębiorstwo takie może dłużej przetrwać w zmieniającym się otoczeniu rynkowym. W takim kontekście kondycja finansowa, będąc skutkiem pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa, może być jej miernikiem.

Celem artykułu jest zbadanie kondycji finansowej przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW i wyznaczenie na tej podstawie ich pozycji konkurencyjnej w Polsce w latach 2007-2013.

Osiągnięcie tak sformułowanego celu wymagało przeprowadzenia analizy wskaźnikowej płynności, zadłużenia, obrotowości, rentowności i efektywności rynkowej. Wskaźniki te posłużyły do skonstruowania tzw. taksonomicznego miernika atrakcyjności inwestycji (TMAI), zaliczanego do grupy metod wielowymiarowej analizy porównawczej. Wskaźnik ten posłużył jako podstawa oceny porównawczej kondycji finansowej badanych spółek deweloperskich. Przyjęto, iż kondycja finansowa przedsiębiorstwa determinuje możliwości przetrwania i rozwoju w konkuren-

cyjnym i zmiennym otoczeniu rynkowym, a zatem jest wyznacznikiem pozycji konkurencyjnej.

Metody taksonomiczne znajdują szerokie zastosowanie w badaniach z zakresu analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Gostkowska-Drzewicka [1987], stosując metodę taksonomicznego wzorca rozwoju, przeprowadziła analizę wykorzystania zasobów środków trwałych w przedsiębiorstwach budowlanych. Z kolei Siemińska [2002] posłużyła się metodami porządkowania i klasyfikacji obiektów wielocechowych w ocenie porównawczej kondycji finansowej przedsiębiorstw prowadzących działalność w różnych sektorach gospodarki, w tym w budownictwie. Łuniewska i Tarczyński [1999; 2002; 2006] zastosowali taksonomiczny miernik atrakcyjności inwestycji (TMAI), uogólnioną miarę odległości (GDM) oraz wzorcowy wskaźnik względnego poziomu rozwoju (BZW) w procesie analizy fundamentalnej i portfelowej.

2. Współzależność między kondycją finansową i pozycją konkurencyjną przedsiębiorstw

Istotę kondycji finansowej przedsiębiorstw najpełniej w polskiej literaturze ekonomicznej zaprezentowała Siemińska [2002]. Zdaniem tej autorki: „(...) uprawnione i etymologicznie poprawne jest stwierdzenie, iż termin kondycja finansowa przedsiębiorstwa, stosowany w języku ekonomicznym, oznacza sytuację, pozycję finansową przedsiębiorstwa, będącą rezultatem podejmowanych przez ten podmiot decyzji gospodarczych i związanych z tym jego perspektyw przyszłościowych”. Na kanwie tak sformułowanej definicji autorka zauważa, „(...) że może być ona traktowana, z jednej strony jako rezultat szeroko pojętego zarządzania finansami przedsiębiorstwa, które jest procesem podejmowania decyzji finansowych związanych z pozyskiwaniem kapitału oraz decyzji inwestycyjnych dotyczących kierunków alokacji środków finansowych, z drugiej zaś sytuacja finansowa danego przedsiębiorstwa w znacznym, choć nie jedynym stopniu determinuje procesy zarządcze jednostki, gdyż podejmowane decyzje, a w ich wyniku działania, są bezpośrednio związane z jej możliwościami finansowymi” [Siemińska 2002]. Kontynuując rozważania autorki, można zatem przyjąć, że kondycja finansowa przedsiębiorstwa określa jego siłę ekonomiczną, wyznacza kierunki zmian aktywności gospodarczej oraz decyduje o możliwościach przetrwania i rozwoju w konkurencyjnym i zmiennym otoczeniu rynkowym. W takim właśnie kontekście kondycję finansową przedsiębiorstw deweloperskich można uznać jako wyznacznik pozycji konkurencyjnej.

W każdym sektorze, tj. w grupie przedsiębiorstw wytwarzających wyroby o podobnym przeznaczeniu [Porter 1992], zachodzą procesy konkurowania. Procesy te polegają na podejmowaniu działań prowadzących do uzyskania przewagi nad innymi firmami. Można więc przyjąć, że konkurencja to rywalizacja [Bieliński 2007]. W wyniku tak rozumianej konkurencji dochodzi do ukształtowania określonej pozy-

cji konkurencyjnej poszczególnych przedsiębiorstw współtworzących sektor. Pozycja ta „(...) polega na plasowaniu firmy w wybranym sektorze” [Gierszewska, Romanowska 2009] i wyraża się poziomem efektywności gospodarowania (rentowności), jaki osiąga dane przedsiębiorstwo na tle konkurentów [Bieliński 2005]. Każda firma dąży do zdobycia przewagi konkurencyjnej. Jej uzyskanie w długim okresie jest uwarunkowane posiadaniem zasobów i kompetencji, które umożliwiają wypracowanie ponad przeciętnych wyników finansowych oraz wysokiego udziału w rynku [STRATEGOR 1999].

Konkurencyjność w sektorze jest kształtowana przez jego cechy, które można rozpatrywać od strony zarówno popytowej, jak i podażowej. Ze strony popytowej przedsiębiorstwa mogą ze sobą konkurować poziomem cen i jakością oferowanych produktów, siecią dystrybucji, marką czy obsługą posprzedażną. Z kolei podażowa strona konkurencyjności odnosi się zwłaszcza do sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw [Bieliński 2007]. Kluczową rolę kondycji finansowej, jako wyznacznika konkurencyjności przedsiębiorstw, podkreśla Rappaport [1999]. Autor ten wskazuje, że „Produktywność (...) stanowi fundament tworzenia przewagi konkurencyjnej na rynku. Przedsiębiorstwo uzyskuje przewagę konkurencyjną, kiedy długoterminowa wartość jego sprzedaży jest większa niż łączne koszty, włączając koszt kapitału”. Podobnego zdania jest Bień [2011]. Autor identyfikuje kondycję finansową, którą określa mianem tzw. standingu finansowego przedsiębiorstwa, z pozycją konkurencyjną na rynku, wiarygodnością i siłą ekonomiczną kształtującą poziom zaufania kontrahentów. Rentowność i siła finansowa są wymieniane, obok rynkowej i kosztowej pozycji przedsiębiorstwa, marki i „zakorzenienia” rynkowego oraz kompetencji technicznych i opanowania technologii jako kluczowe czynniki sukcesu przedsiębiorstwa [STRATEGOR 2001; Gierszewska, Romanowska 1995]. Podobnie uważa Adamkiewicz-Drwiłło [2010], wyrażająca opinię, że zasobność finansowa jest jednym z czterech czynników kształtujących przewagę konkurencyjną.

W odniesieniu do przedsiębiorstw deweloperskich – podkreśla Porter [1989] – czynnikami tymi są zwłaszcza niskie koszty i zróżnicowanie w zakresie oferty. Deweloper, który stosuje strategię niskich kosztów, może osiągnąć zyski wyższe od przeciętnych w sektorze. Ten sam efekt można uzyskać, wdrażając strategię zróżnicowania. Polega ona na realizacji projektów inwestycji w nieruchomości, które mają atrybuty czyniące je unikalnymi w całym sektorze. Przedsiębiorstwa deweloperskie stosujące tę strategię specjalizują się w realizacji jednego, ściśle określonego typu projektów, obsłudze rynku, wyodrębnionego ze względu na lokalizację geograficzną lub konkretnej grupy najemców powierzchni komercyjnych.

Sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, rozpatrywana w kontekście jego konkurencyjności, rozumianej jako „(...) zdolność do efektywniejszego działania od konkurentów w długiej perspektywie” [Sobczyk 2006], może być rozpatrywana w dwóch aspektach. Z jednej strony, jak już wspomniano – kondycja finansowa może być traktowana jako czynnik kształtujący konkurencyjność, a z drugiej, jest miarą pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw. Pogląd taki wyraża również Pierścio-

nek [1997]. Autor podkreśla, że osiągnięta sytuacja finansowa oraz tendencje do jej zmian, obok udziału w rynku, stanowią miarę pozycji konkurencyjnej. Takiego samego zdania jest Sobczyk [2001]. Podobnie uważa Jankowska [2002], która uznaje wskaźniki rentowności oraz produktywności za miary konkurencyjności. W odniesieniu do przedsiębiorstw deweloperskich są one wymieniane jako jedne z najważniejszych miar oceny ich pozycji konkurencyjnej [Zhang i in. 2011].

Pierścionek [1997] podkreśla wagę analizy tendencji do zmian w zakresie kształtowania się przewagi konkurencyjnej oraz czynników ją kształtujących. Stabilna (na poziomie przeciętnej lub ponadprzeciętnej w sektorze) bądź ulegająca stałej poprawie sytuacja finansowa firmy świadczy, w powiązaniu z wysokim lub rosnącym udziałem w rynku, o jej wysokiej pozycji konkurencyjnej. Przewaga nad konkurentami musi mieć zatem trwały charakter [Faulkner, Bowman 1996; Sobczyk 2006]. Nie można mówić o przewadze konkurencyjnej w przypadku przedsiębiorstwa, które osiągnęło ją na krótki okres. Stąd w celu wyeksponowania cechy długookresowości używane jest pojęcie trwałej przewagi konkurencyjnej. Zapewnia ona wzrost efektywności działań rynkowych w długim okresie, a zatem umożliwia rozwój przedsiębiorstwa.

3. Wskaźniki kondycji finansowej przedsiębiorstw deweloperskich – dobór i charakterystyka zmiennych diagnostycznych

Dobór zmiennych diagnostycznych jest kluczowym etapem zastosowania metod wielowymiarowej analizy porównawczej, gdyż rozstrzyga o wartości przeprowadzonych badań [Tarka 2010]. Brane pod uwagę zmienne powinny być istotne ze względu na cel badania. W procesie ich doboru duże znaczenie mają przesłanki merytoryczne. Umożliwiają one bowiem prawidłowe wnioskowanie o poziomie kondycji finansowej analizowanych firm. Zestaw zmiennych nie jest jednoznacznie sprecyzowany. Pozwala to na wykorzystywanie relacji zachodzących między różnymi kategoriami ekonomicznymi i uwzględnienie specyfiki działalności przedsiębiorstw z poszczególnych sektorów. Do wyznaczenia zastosowanego w niniejszym opracowaniu taksonomicznego miernika atrakcyjności inwestycji TMAI przydatne mogą być powszechnie stosowane wskaźniki ekonomiczne [Tarczyński, Łuniewska 2004]. W taksonomii opis obiektów przy użyciu wielu cech diagnostycznych zastępuje się wskaźnikiem syntetycznym (inaczej taksonomicznym miernikiem rozwoju). Dzięki temu klasyfikacja wielocechowych obiektów społeczno-gospodarczych sprowadza się do podziału zbioru obiektów według jednej wielkości [Strzała, Przechlewski 2002]. Wskaźnik TMAI jest unormowany i przyjmuje wartości z przedziału od 0 do 1. Im obliczona wartość miary jest bliższa 1, tym obiekt jest lepszy pod względem kryterium ogólnego [Tarczyński, Łuniewska 2004]. W kontekście celu niniejszych badań oznacza to, że im wyższa wartość TMAI, obliczona dla przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW, tym korzystniejsza jest ich kondycja finansowa, a co za tym idzie – wyższa pozycja konkurencyjna.

Jednym z najważniejszych obszarów analizy ekonomicznej jest analiza wskaźnikowa. Jej przedmiotem są wskaźniki ekonomiczne wyrażające relacje występujące między odpowiednimi kategoriami sprawozdania finansowego, umożliwiające porównanie rozmaitych informacji finansowych. Pojedynczy wskaźnik nie dostarcza miarodajnych informacji, dopiero porównany z innymi staje się użytecznym narzędziem dokonywania ocen. Zachodzi zatem potrzeba porównania obliczonych wskaźników z wartością wskaźników uzyskanych przez to samo przedsiębiorstwo w latach poprzednich lub (i) przez inne podmioty prowadzące działalność w tym samym sektorze [Jerzemska (red.) 2013].

W literaturze podaje się różne klasyfikacje wskaźników ekonomicznych. Gajdka i Walińska [1998] podkreślają, że najszersze zastosowanie ma podział według kryterium treści merytorycznej, ujmujący je najczęściej w pięć następujących grup, a mianowicie:

- płynności,
- zadłużenia,
- obrotowości,
- rentowności,
- efektywności rynkowej.

Wachlarz wskaźników ekonomicznych, które można skonstruować na podstawie sprawozdań finansowych, jest szeroki. Jednak kalkulacja i prezentacja nadmiernej ich liczby może zaciemnić obraz sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki. Dlatego niezbędna jest ich selekcja, ograniczająca je do tych, które są niezbędne do dokonania syntetycznej oceny [Bień 2005]. Innymi słowy, są to wskaźniki, które sygnalizują najważniejsze procesy gospodarcze zachodzące w przedsiębiorstwie [Łuniewska, Tarczyński 2006]. Ich dobór powinien być zdeterminowany celem badania. W niniejszym opracowaniu do analizy kondycji finansowej przedsiębiorstw deweloperskich wybrano wskaźniki zamieszczone w tab. 1.

Płynność finansowa określa zdolność podmiotu gospodarczego do regulowania zobowiązań krótkoterminowych w wymaganej wysokości i ustalonym terminie. Najpowszechniej stosowanym miernikiem poziomu płynności jest wskaźnik bieżącej płynności finansowej, który informuje, w jakim stopniu aktywa obrotowe pokrywają zobowiązania krótkoterminowe. W przedsiębiorstwach przemysłowych przyjmuje się, że wartość tego wskaźnika powinna kształtować się w przedziale od 1,2 do 2,0 [Gabrusewicz 2014]. W przedsiębiorstwach deweloperskich obiekty w trakcie realizacji księgowane są jako produkcja w toku. Z kolei zrealizowane i przeznaczone na sprzedaż obiekty budowlane są traktowane jako wyroby gotowe. W kategorii środków obrotowych mieszczą się także grunty budowlane przeznaczone pod inwestycje. Ze względu na wysoką wartość nieruchomości majątek obrotowy stanowi zazwyczaj około 80-90% (lub więcej) majątku ogółem. W przypadku przedsiębiorstw deweloperskich można więc założyć, iż wskaźnik bieżącej płynności może się kształtować na odpowiednio wyższym poziomie. Jak wynika z badań prowadzonych pod kierunkiem Dudycza i Skoczylas [www.rachunkowosc.com.pl 2009-2011],

Tabela 1. Wskaźniki kondycji finansowej spółek deweloperskich notowanych na GPW opisujące obszar analizy, wartość referencyjną i ich charakter (tzw. zmienne diagnostyczne)

Lp.	Nazwa wskaźnika	Obszar analizy finansowej	Formuła obliczeniowa wskaźnika (zmiennej)	Charakter wskaźnika (zmiennej)	Wartość referencyjna wskaźnika (zmiennej)
X ₁	wskaźnik bieżącej płynności	płynność	$\frac{\text{aktywa bieżące}}{\text{pasywa bieżące}}$	nominanta	2,0
X ₂	wskaźnik szybkiej płynności		$\frac{\text{aktywa bieżące} - \text{zapasy}}{\text{pasywa bieżące}}$	nominanta	1,2
X ₃	stopa zadłużenia	zadłużenie	$\frac{\text{zadłużenie ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$	destymulanta	minimum
X ₄	rotacja należności w dniach	obrotowość	$\frac{\text{należności}}{\text{przychody ze sprzedaży} \times 365}$	destymulanta	minimum
X ₅	rotacja zobowiązań w dniach		$\frac{\text{pasywa bieżące}}{\text{przychody ze sprzedaży} \times 365}$	destymulanta	minimum
X ₆	rotacja zapasów w dniach		$\frac{\text{zapasy}}{\text{przychody ze sprzedaży} \times 365}$	destymulanta	minimum
X ₇	obrotowość aktywów		$\frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{aktywa ogółem}}$	stymulanta	maksimum
X ₈	rentowność aktywów	rentowność	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}}$	stymulanta	maksimum
X ₉	rentowność kapitału własnego		$\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}}$	stymulanta	maksimum
X ₁₀	cena do zysku na 1 akcję	efektywność rynkowa	$\frac{\text{rynkowa cena akcji}}{\text{zysk przypadający na 1 akcję}}$	stymulanta	maksimum
X ₁₁	cena do wartości księgowej		$\frac{\text{rynkowa cena akcji}}{\text{wartość księgowa 1 akcji}}$	stymulanta	maksimum

Źródło: [Pomykańska, Pomykański 2007; Gabrusewicz 2014; Bednarski 1998; Jaworski 2010; Skowronek-Mielczarek, Leszczyński, 2008].

średnia wartość tego wskaźnika w przedsiębiorstwach prowadzących roboty związane ze wznoszeniem budynków kształtowała się na poziomie od 2,29 do 2,25 w latach 2009-2011. Natomiast mediana wynosiła w tym samym okresie od 1,78 do 1,71. Dla przedsiębiorstw deweloperskich za wartość wzorcową wskaźnika bieżącej płynności można przyjąć 2,0.

Płynność finansowa przedsiębiorstwa jest obniżana przez trudno zbywalne aktywa obrotowe, a zwłaszcza zapasy. Dlatego, obliczając wskaźnik szybkiej płynności, są one eliminowane. Najczęściej przyjmuje się, że wzorcowa wartość tego wskaźnika powinna się kształtować w przedziale 1,0-1,2. Pozytywnie należy oceniać sytuację, w której różnica między wskaźnikiem płynności bieżącej i szybkiej nie jest

zbyt duża [Gabrusewicz 2014]. Podkreślić należy, że ze względu na specyfikę działalności deweloperskiej, przejawiającą się między innymi wysokim udziałem zapasów w majątku obrotowym, zależność ta może nie być spełniona. W latach 2009-2011 w przedsiębiorstwach prowadzących działalność w zakresie wznoszenia budynków średnia wartość wskaźnika szybkiej płynności kształtowała się na poziomie od 1,55 do 1,45. Z kolei jego mediana wynosiła od 1,24 do 1,16 [www.rachunkowosc.com.pl 2009-2011]. Dla przedsiębiorstw deweloperskich jako wartość wzorcową wskaźnika szybkiej płynności przyjęto zatem 1,2.

Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia spółek deweloperskich informuje, jaki udział w finansowaniu całości aktywów mają kapitały obce. Im wartość tego wskaźnika jest większa, tym stopień zadłużenia jest wyższy. Bardzo wysoki poziom wskaźnika świadczy o utracie niezależności finansowej, zbyt niski – o niewykorzystaniu kapitałów obcych w celu zwiększenia skali działalności. Nie istnieją jednak żadne normatywne wielkości, które określałyby optymalny udział długu w finansowaniu aktywów. Z kolei oczywiste jest, że wysoki udział kapitałów własnych w strukturze finansowania świadczy o silnych podstawach finansowych przedsiębiorstwa, niskim ryzyku finansowym i stabilności gospodarczej [Skowronek-Mielczarek, Leszczyński 2008]. Oznacza to, że wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia ma charakter destymulacyjny. W przedsiębiorstwach prowadzących działalność w zakresie wznoszenia budynków wskaźnik ten kształtował się na poziomie około 50% w latach 2009-2011 [www.rachunkowosc.com.pl 2009-2011].

Rozmiary, struktura oraz wykorzystanie majątku są ważnymi czynnikami decydującymi o sukcesie rynkowym firm deweloperskich. Najogólniej ujmując, można stwierdzić, że celem analizy tych wskaźników jest ustalenie efektywności zarządzania aktywami, którymi dysponuje przedsiębiorstwo [Pomykańska, Pomykański 2007]. Na potrzeby niniejszego opracowania z tej grupy wybrano wskaźniki rotacji należności, zobowiązań i zapasów w dniach oraz wskaźnik obrotowości aktywów ogółem. Z punktu widzenia kondycji finansowej przedsiębiorstwa najkorzystniejsza sytuacja powstaje wtedy, gdy należności są szybko inkasowane, zobowiązania regulowane terminowo, a zapasy często odnawiane, co sprzyja zwiększeniu przychodów ze sprzedaży. Pożądane są więc jak najniższe wartości wskaźników rotacji. Należy określić je zatem jako destymulacyjne. Z kolei wskaźnik rotacji aktywów zaliczono do stymulant. Określa on bowiem poziom efektywności zasobów majątkowych ogółem. Im wyższa jego wartość, tym sytuacja firmy jest korzystniejsza. Z przytoczonych wcześniej badań prowadzonych pod kierunkiem Dudycza i Skoczylas [www.rachunkowosc.com.pl 2009-2011] wynika, iż w latach 2009-2011 przedsiębiorstwa prowadzące działalność polegającą na wznoszeniu budynków inkasowały należności po upływie około 57 dni, a zobowiązania spłacały po około 50 dniach. Z kolei posiadane przez nie zapasy podtrzymywały sprzedaż od około 98 dni w roku 2009 do około 118 w roku 2011.

Wskaźniki rentowności wyrażają zdolność przedsiębiorstw do generowania zysku. Wysoki poziom i tendencje wzrostowe wszystkich wskaźników z tej grupy

świadczą o dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw i stwarzają szansę dalszego ich rozwoju [Bień 2005]. Dlatego wskaźniki rentowności traktuje się jako stymulanty. Jak wynika z badań [www.rachunkowosc.com.pl 2009-2011], rentowność kapitałów własnych w przedsiębiorstwach prowadzących działalność w zakresie wznoszenia budynków zmniejszała się systematycznie z roku na rok w latach 2009-2011 i kształtowała się na poziomie wynoszącym odpowiednio: 18,99%, 13,55% i 10,52%.

Wskaźnik cena do zysku odzwierciedla relację ceny rynkowej akcji do zysku netto przypadającego na jedną akcję. Wskaźnik ten nie ma jednoznacznej interpretacji. Jego wysoki poziom świadczy o dobrej sytuacji finansowej spółki. Z drugiej strony, zbyt wysoka wartość tego wskaźnika, w porównaniu ze średnią rynku, może sygnalizować przewartościowanie akcji. Miernik ten stanowi także kryterium oceny rynku kapitałowego, gdyż odzwierciedla jego stan. Wysoki, a zarazem stabilny poziom tego wskaźnika, świadczy o dobrej perspektywie rozwoju spółek oraz rynku kapitałowego poprzez napływ kapitału, jaki może zostać zainwestowany w dobrze ocenionych pod tym względem spółkach [Tarczyński, Łuniewska 2004]. Dlatego wskaźnik ten uznano za stymulantę. Podobnie zakwalifikowano wskaźnik wartości rynkowej akcji oceniany w relacji do wartości księgowej, gdyż pożądane jest, aby cena rynkowa akcji kształtowała się na poziomie przewyższającym jej wartość księgową.

4. Procedura wyznaczania taksonomicznego miernika atrakcyjności inwestycji (TMAI)

Ocena porównawcza kondycji finansowej spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007-2013 została przeprowadzona za pomocą taksonomicznego miernika atrakcyjności inwestycji (TMAI), zaliczanego do grupy metod wielowymiarowej analizy porównawczej. Określenie to odnosi się do zbioru metod służących do konstruowania miar syntetycznych oraz liniowego porządkowania za ich pomocą obiektów wielocechowych. Innymi słowy, metody te znajdują zastosowanie w ocenie „(...) poziomu zróżnicowania obiektów opisanych za pomocą zestawu cech statystycznych oraz określenia skupisk tychże obiektów pod względem rozwoju” [Młodak 2006]. W odniesieniu do przedsiębiorstw notowanych na GPW metody te umożliwiają pomiar ich siły fundamentalnej, a zatem są narzędziem wspomagającym proces podejmowania decyzji inwestycyjnych [Tarczyński 2002]. Z kolei w przypadku spółek deweloperskich dzięki zastosowaniu tych metod jest możliwe określenie możliwości rozwojowych poszczególnych przedsiębiorstw, także tych spoza GPW. Informacje takie mogą być przydatne potencjalnym nabywcom mieszkań, tj. inwestorom, którzy bezpośrednio lokują swój kapitał w nieruchomościach. Decyzja o zakupie mieszkania wiąże się bowiem z zaangażowaniem środków finansowych o znacznej wartości, często stanowiących oszczędności całego życia. Pomimo przepisów chroniących prawa nabywców mieszkań [Ustawa z 16 września 2011 r. ...], decyzja o wyborze dewelopera, od którego zakupiona zostanie nieruchomość, powinna być poparta działaniami ograniczającymi ryzyko utraty chociażby

części zaangażowanych środków bądź niedogodności związanych z ewentualnym bankrutstwem takiej firmy.

Podstawą konstrukcji taksonomicznego miernika atrakcyjności inwestycji *TMAI*, który umożliwił klasyfikację przedsiębiorstw deweloperskich ze względu na ich kondycję finansową w latach 2007-2013, jest macierz *X*, zawierająca wartości cech diagnostycznych, którymi są wybrane wskaźniki obliczone dla badanych przedsiębiorstw. Wśród tych wskaźników – jak już wspomniano – znalazły się cechy będące nominantami, stymulantami i destymulantami. Pierwszy etap procedury wyznaczenia syntetycznego miernika rozwoju polega zatem na przekształceniu wszystkich cech diagnostycznych w stymulanty, co zapewnia porównywalność różnoimiennych cech. Destymulantę można przekształcić w stymulantę, obliczając jej odwrotność [Strzała, Przechlewski 2002]:

$$z_{ij(s)} = \frac{1}{z_{ij(d)}},$$

gdzie: $z_{ij(s)}$ – wartość stymulanty otrzymanej z przekształcenia destymulanty,
 $z_{ij(d)}$ – wartość zmiennej określonej jako destymulanta.

Z kolei nominanty przekształcono na stymulanty, wykorzystując formułę ilorazową:

$$z_{ij(sn)} = \frac{nom_{ij}}{nom_j},$$

gdzie: $z_{ij(sn)}$ – wartość stymulanty otrzymanej z przekształcenia nominanty,
 nom_{ij} – wartość *j*-tej nominanty zaobserwowana dla *i*-tego przedsiębiorstwa (obiektu),
 nom_j – referencyjny poziom *j*-tej nominanty.

Następnym etapem postępowania badawczego była standaryzacja zmiennych¹. W prezentowanych badaniach standaryzacja została przeprowadzona zgodnie z formułą [Tarczyński, Łuniewska 2004]:

$$z_{ij}^* = \frac{z_{ij} - \bar{z}_j}{S_i},$$

gdzie: z_{ij}^* – zestandaryzowana zmienna *i*-tego przedsiębiorstwa (obiektu) i *j*-tej cechy,
 z_{ij} – wartość *i*-tego przedsiębiorstwa (obiektu) i *j*-tej zmiennej podlegającej standaryzacji,
 \bar{z}_j – średnia wartość *j*-tej zmiennej,
 S_i – odchylenie standardowe względem *j*-tej zmiennej.

¹ W przypadku stosowania metod klasyfikacji należy doprowadzić do pozbawienia mian zmiennych diagnostycznych, co pozwala na ich ujednoczenie (porównywalność). Oprócz standaryzacji można wykorzystać w tym celu unitaryzację oraz przekształcenia ilorazowe [Tarczyński, Łuniewska 2004].

Po wyznaczeniu zestandaryzowanych wartości zmiennych będących elementami macierzy X stworzono obiekt wzorcowy (wzorzec). Polegało to na wyborze z każdej kolumny macierzy X wartości maksymalnej. W taki sposób powstał wzorzec o współrzędnych najlepszych, jakie zaobserwowano w rzeczywistości [Łuniewska, Tarczyński 2006].

Do wyznaczenia syntetycznego miernika rozwoju wykorzystano następującą formułę [Tarczyński, Łuniewska 2004]:

$$TMAI_i = 1 - \frac{d_i}{d_0}, \quad (i = 1, 2, \dots, n),$$

gdzie: $TMAI_i$ – syntetyczna miara rozwoju dla i -tego przedsiębiorstwa (obiektu),
 d_i – odległość i -tego przedsiębiorstwa od wzorca wyznaczona jest według wzoru:

$$d_i = \sqrt{\sum_{j=1}^n (z_{ij} - z_{0j})^2}, \quad (i = 1, 2, \dots, n),$$

gdzie: z_{0j} – wzorcowa wartość zestandaryzowanej j -tej zmiennej dla i -tego przedsiębiorstwa (obiektu),

d_0 – norma zapewniająca przyjmowanie przez $TMAI_i$ wartości z przedziału od 0 do 1:

$$d_0 = \bar{d} + a \times S_d.$$

Wykorzystując formułę obliczenia wskaźnika $TMAI$ oraz informację, że $0 \leq TMAI \leq 1$ oraz $d_i > 0$, określono graniczną wartość dla stałej a :

$$a \geq \frac{d_{i_{max}} - \bar{d}}{S_d},$$

gdzie: $d_{i_{max}}$ – maksymalna wartość d_i ,

\bar{d} – średnia wartość d_i ,

S_d – odchylenie standardowe d_i .

Jak już wspomniano, wskaźnik $TMAI$ jest unormowany i przyjmuje wartości z przedziału od 0 do 1. Im wartość miary dla danego przedsiębiorstwa (obiektu) jest bliższa 1, tym oceniany podmiot jest lepszy pod względem kryterium ogólnego, tj. sytuacji finansowej.

Ostatni etap procedury obliczenia syntetycznego miernika rozwoju polega na dokonaniu klasyfikacji przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW. W tym celu należy skorzystać z odchylenia standardowego i średniej wskaźnika syntetycznego.

Zbiór badanych przedsiębiorstw podzielono, przyporządkowując je według wartości wskaźnika syntetycznego $TMAI$ do następujących grup [Strzała, Przechlewski 2002]:

grupa 1: $TMAI \geq \bar{w} + S_w$,

grupa 2: $\bar{w} \leq TMAI < \bar{w} + S_w$,

grupa 3: $\bar{w} - S_w \leq TMAI < \bar{w}$,

grupa 4: $TMAI < \bar{w} - S_w$,

gdzie: \bar{w} – wartość przeciętna $TMAI$,

S_w – odchylenie standardowe $TMAI$.

Do grupy pierwszej zostały zaliczone przedsiębiorstwa, dla których wartość wskaźnika syntetycznego ($TMAI$) była większa lub równa od jego wartości przeciętnej (\bar{w}) powiększonej o wartość odchylenia standardowego (S_w). Oznacza to, że przedsiębiorstwa te stanowią zbiór podmiotów charakteryzujących się najkorzystniejszymi wskaźnikami kondycji finansowej, co z punktu widzenia ich konkurencyjności kwalifikuje je do grupy liderów rynkowych.

W grupie drugiej znajdują się przedsiębiorstwa, dla których wartość wskaźnika syntetycznego $TMAI$ jest większa lub równa od jego wartości przeciętnej (\bar{w}) i jednocześnie mniejsza od jego wartości przeciętnej powiększonej o wartość odchylenia standardowego (S_w). Tak wyznaczona wartość wskaźnika $TMAI$ stanowi podstawę do wyselekcjonowania przedsiębiorstw o dobrej, czyli ponadprzeciętnej, kondycji finansowej. Podmioty te tworzą zatem z jednej strony – zbiorowość tzw. pretendentów do pozycji liderów rynkowych, a z drugiej strony – mogą przy pogarszającej się sytuacji finansowej zostać zepchnięte do grupy trzeciej.

Trzecia grupa obejmuje przedsiębiorstwa o kondycji finansowej gorszej od przeciętnej, tj. te, dla których wartość wskaźnika $TMAI$ jest mniejsza lub równa od jego wartości przeciętnej (\bar{w}) pomniejszonej o odchylenie standardowe (S_w) oraz mniejsza od wartości przeciętnej wskaźnika syntetycznego. Ich sytuacja finansowa może powodować trudności z przetrwaniem na rynku, zwłaszcza w okresie dekonjunktury.

Grupę czwartą tworzą przedsiębiorstwa o złej kondycji finansowej. Wartość wskaźnika $TMAI$ dla tych podmiotów kształtuje się na poziomie mniejszym od jego wartości (\bar{w}) pomniejszonej o odchylenie standardowe (S_w). Trwanie na rynku tych przedsiębiorstw jest zagrożone upadłością.

5. Ocena kondycji finansowej spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007-2013

Analizą kondycji finansowej zostały objęte giełdowe spółki prowadzące działalność deweloperską w latach 2007-2013. W badaniach wykorzystano dane finansowe spółek wchodzących w skład indeksu sektorowego WIG-deweloperzy, począwszy od roku 2007, tj. roku w którym subindeks został obliczony po raz pierwszy. Liczba badanych przedsiębiorstw deweloperskich w poszczególnych latach rosła z 15 podmiotów w 2007 roku, 16 i 17 w latach 2008 i 2009, 21 w roku 2010 oraz 23, 24 i 25 w latach 2011-2013 (tab. 2).

Tabela 2. Przedsiębiorstwa deweloperskie notowane na GPW o dobrej, ponad przeciętnej, gorszej od przeciętnej i złej kondycji finansowej w latach 2007-2013

Lp.	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**	*	**
1	16	0,275	16	0,357	18	0,264	3	0,173	14	0,475	14	0,446	14	0,387
2	4	0,147	4	0,307	1	0,254	6	0,171	24	0,169	6	0,249	10	0,180
3	12	0,127	25	0,296	13	0,243	13	0,164	25	0,164	24	0,246	4	0,163
4	14	0,120	17	0,251	4	0,224	20	0,115	6	0,154	4	0,226	21	0,145
5	5	0,118	12	0,238	25	0,203	18	0,113	16	0,154	13	0,221	24	0,144
6	8	0,091	8	0,213	7	0,194	14	0,113	13	0,152	22	0,198	23	0,138
7	1	0,076	2	0,212	14	0,191	24	0,107	11	0,131	12	0,1952	15	0,136
8	2	0,065	1	0,212	12	0,191	12	0,099	18	0,125	10	0,190	22	0,135
9	24	0,059	22	0,201	2	0,183	1	0,079	21	0,119	2	0,187	2	0,134
10	25	0,057	13	0,189	17	0,169	21	0,078	10	0,118	18	0,178	20	0,133
11	17	0,054	5	0,182	22	0,168	16	0,070	12	0,118	21	0,176	9	0,132
12	13	0,044	24	0,170	21	0,163	15	0,064	4	0,113	20	0,173	6	0,126
13	21	0,031	21	0,165	16	0,161	25	0,061	19	0,113	5	0,170	11	0,112
14	7	0,021	7	0,161	8	0,147	4	0,058	20	0,107	16	0,167	13	0,111
15	15	0	14	0,132	5	0,144	17	0,044	2	0,102	11	0,159	17	0,110
16			15	0	24	0,115	19	0,031	5	0,099	8	0,152	12	0,109
17					15	0	8	0,027	17	0,092	17	0,149	5	0,094
18							5	0,025	22	0,091	19	0,148	1	0,088
19							22	0,014	7	0,083	25	0,144	18	0,084
20							2	0,013	1	0,0677	3	0,141	8	0,069
21							7	0	15	0,057	15	0,139	3	0,05
22									8	0,033	23	0,138	19	0,049
23									3	0	1	0,132	25	0,048
24											7	0	7	0,018
25													16	0

* Numer kolejny spółki.

- | | | |
|-------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 1 – ALTA, | 10 – INPRO, | 19 – Rank Progress, |
| 2 – BBI Development, | 11 – JHM Development, | 20 – Robyng, |
| 3 – Celtic Development, | 12 – J.W. Construction, | 21 – Ronson, |
| 4 – Dom Development, | 13 – LCC Corp, | 22 – Triton Development, |
| 5 – Echo Investment, | 14 – Octava, | 23 – Vantage Development, |
| 6 – ED Invest, | 15 – Orco Property Group, | 24 – Warimpex, |
| 7 – Gant Development, | 16 – Plaza Centers, | 25 – Wikana. |
| 8 – Globe Trade Centre, | 17 – Polnord, | |
| 9 – Immofinanz, | 18 – PPG, | |

** Wartość wskaźnika *TMAI*.

- przedsiębiorstwa zaliczone do grupy I.
- przedsiębiorstwa zaliczone do grupy II.
- przedsiębiorstwa zaliczone do grupy III.
- przedsiębiorstwa zaliczone do grupy IV.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007-2013.

Przedsiębiorstwa o bardzo dobrej kondycji finansowej stanowiły 10% ogółu badanych spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007-2013 (tab. 3). Ich liczebność wahała się od 1 do 3 podmiotów. W grupie tej najczęściej były klasyfikowane przedsiębiorstwa oznaczone numerami: 14 (trzy razy); 13 i 16 (po dwa razy), co zobrazowano w tab. 2.

W grupie drugiej znalazły się przedsiębiorstwa, dla których wartość wskaźnika syntetycznego $TMAI$ była większa lub równa wartości przeciętnej wskaźnika syntetycznego i mniejsza od jego wartości przeciętnej powiększonej o wartość odchylenia standardowego, tj. $\bar{w} \leq TMAI < \bar{w} + S_w$. Ich udział w badanej zbiorowości stanowił 35,3%. Można je określić mianem „pretendentów” do zmiany swojej pozycji na lepszą. Przedsiębiorstwa nr 6, 4, 14 najczęściej kwalifikowały się do tej grupy w latach, w których nie znalazły się w grupie pierwszej. Ponadto w grupie tej często odnotowano spółki nr 2, 10, 12, 24.

Najliczniejsza była grupa trzecia, stanowiąca 48,1% ogółu badanych podmiotów (tab. 3). Zaliczono do niej przedsiębiorstwa o kondycji finansowej niższej od przeciętnej, tj. te, dla których wartość wskaźnika $TMAI$ była mniejsza lub równa wartości przeciętnej wskaźnika syntetycznego pomniejszonego o odchylenie standardowe i mniejsza od wartości przeciętnej wskaźnika syntetycznego, tj. $\bar{w} - S_w \leq TMAI < \bar{w}$. Najczęściej do grupy tej zaliczano te przedsiębiorstwa, które w danym roku nie zakwalifikowały się do grupy drugiej bądź czwartej. W badanym okresie zaledwie cztery spółki (5, 17, 19, 21) utrzymywały się w tej grupie w sposób względnie stały. Można więc skonstatować, że cechą charakterystyczną dla tej grupy była duża fluktuacja pozycji tworzących ją podmiotów.

Grupa czwarta reprezentowała przedsiębiorstwa o złej kondycji finansowej, które stanowiły względnie niewielką część zbiorowości (6,6%) (tab. 3). Do grupy tej najczęściej kwalifikowały się spółki nr 7 i 15. W przypadku spółki nr 7 (Gant Development) przyczyną tak słabej pozycji w rankingu było rosnące od roku 2010 zadłużenie, zwłaszcza z tytułu wyemitowanych obligacji. Ostatecznie stało się ono, w powiązaniu z ogromnych rozmiarów stratą netto, odnotowaną w latach 2012-2013 (odpowiednio 450 mln PLN i 32 mln PLN w III kwartale 2013) bezpośrednią przyczyną upadłości spółki.

Z kolei spółka nr 15 (Orco Property Group) zdołała poprawić swoją pozycję w badanym okresie. W latach 2007-2009 przedsiębiorstwo znalazło się w grupie IV. Następnie przez kolejne trzy lata spółka kwalifikowała się do grupy III, a w roku 2013 spełniła kryteria grupy II. Orco Property Group to francuski deweloper z siedzibą w Luksemburgu. Spółka prowadzi działalność deweloperską w zakresie inwestycji mieszkaniowych oraz komercyjnych na terenie Francji, Niemiec, Polski, Czech, Słowacji, Węgier, Chorwacji i Rosji. Firma ta – jako działająca na rynku międzynarodowym – była znacznie mocniej i wcześniej narażona na perturbacje związane z załamaniem koniunktury na rynku nieruchomości niż przedsiębiorstwa

prowadzące działalność wyłącznie w Polsce². Zapewne doprowadziło to do pogorszenia sytuacji finansowej spółki, która plasowała się przez trzy kolejne lata na ostatniej pozycji w rankingu.

Ciekawa jest sytuacja przedsiębiorstwa nr 3 (Celtic Development), która w roku 2010 zadebiutowała na GPW. W okresie tym spółka wykazywała bardzo dobrą kondycję finansową i zaliczona została do grupy pierwszej. Z kolei w kolejnych latach sytuacja firmy uległa gwałtownemu pogorszeniu. W roku 2011 spółka znalazła się na ostatnim miejscu w rankingu. W roku 2012 jej sytuacja nieznacznie się poprawiła (znalazła się w grupie trzeciej). W roku 2013 spółka ponownie znalazła się w grupie przedsiębiorstw o złej kondycji finansowej. Podobna tendencja wystąpiła w przypadku przedsiębiorstwa nr 18 (Platinum Properties Group). W roku debiutu giełdowego spółka wykazywała bardzo dobrą kondycję finansową i uplasowała się na drugim miejscu w rankingu. Z kolei w latach 2010-2013 jej sytuacja finansowa ulegała stopniowemu pogorszeniu. Początkowo firma znalazła się dwukrotnie w grupie drugiej, a następnie – w trzeciej, za każdym razem plasując się na coraz odleglejszej pozycji. Nie oznacza to jednak, że scenariusz taki dotyczy wszystkich spółek, które pozytywnie przeszły procedury związane z dopuszczeniem ich do obrotu na rynku publicznym. Przykładem jest tu przedsiębiorstwo nr 6 (ED Invest). W roku debiutu giełdowego, tj. roku 2010, spółka zakwalifikowała się do grupy pierwszej. Z kolei w latach 2011-2012 znalazła się w grupie drugiej, a w roku 2013 – ponownie w grupie pierwszej. Również przedsiębiorstwo nr 10 (INPRO) od chwili debiutu wykazywało z roku na rok coraz lepszą kondycję finansową, co było odzwierciedlone w systematycznej poprawie miejsca w rankingu. Firma uplasowała się bowiem odpowiednio na 10, 8 i 7 pozycji w latach 2011-2013.

Warto zwrócić uwagę na zmiany pozycji przedsiębiorstwa nr 16 (Plaza Centers). W latach 2007-2008 spółka ta mogła poszczycić się najlepszą kondycją finansową w całej zbiorowości przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW. W latach 2009-2012 sytuacji firmy podlegała pewnym fluktuacjom, co jest odzwierciedlone w zmianach jej pozycji w rankingu – w okresie tym zaliczana była do drugiej bądź trzeciej grupy. W roku 2013 kondycja firmy uległa gwałtownemu pogorszeniu, co spowodowało, że znalazła się na ostatnim miejscu w rankingu. Los spółki jest niepewny, może jej bowiem zagrażać bankructwo. W listopadzie 2013 roku zarząd

² Załamanie koniunktury na europejskim rynku nieruchomości miało swoje źródła w Stanach Zjednoczonych. Genezy kryzysu na amerykańskim rynku nieruchomości należy poszukiwać w załamaniu na rynku kredytów hipotecznych. Następnie, za pośrednictwem rynków finansowych, kryzys został „wyeksportowany” do Europy. W wysoko rozwiniętych krajach europejskich stopień integracji rynków finansowych, a co za tym idzie – mobilność kapitału jest znacznie wyższa niż w rozwijających się krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Dlatego w tych państwach okres złej koniunktury na rynkach nieruchomości rozpoczął się znacznie później. Na przykład w Polsce w roku 2007 odnotowano szczyt koniunktury na rynku nieruchomości, podczas gdy w Wielkiej Brytanii w tym samym okresie obserwowano silne przejawy kryzysu, między innymi gwałtowny spadek cen nieruchomości, trudności z ich sprzedażą oraz ograniczoną dostępność kredytów hipotecznych [Wiśniewska 2011].

spółki poinformował o braku możliwości spłaty obligacji opiewających na łączną kwotę 33 mln euro. Spółka zadeklarowała przygotowanie planu restrukturyzacji zakładającego działania prowadzące do zwiększenia płynności [Standard&Poor's 2013].

Badana zbiorowość spółek deweloperskich jest zróżnicowana ze względu na wartość wskaźnika *TMAI* (tab. 3).

Tabela 3. Struktura zbiorowości spółek deweloperskich sklasyfikowanych według wahań wskaźnika *TMAI* w latach 2007-2013

Grupa	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Średnio w latach 2007-2013
	udział (%)							
I	6,7	18,8	17,6	14,3	4,3	4,2	4,0	10,0
II	33,3	37,5	35,3	33,3	30,4	33,3	44,0	35,3
III	53,3	37,5	35,3	47,7	60,9	58,3	44,0	48,1
IV	6,7	6,2	11,8	4,7	4,4	4,2	8,0	6,6
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 2.

Przedsiębiorstwa mające najlepszą kondycję finansową, zaliczone do grupy pierwszej, stanowiły średnio 10% ogółu spółek deweloperskich w latach 2007-2013. Jednak w poszczególnych latach tego okresu wskaźnik ten wykazuje znaczne zróżnicowanie. Największy odsetek przedsiębiorstw z najlepszą kondycją finansową przypada na rok 2008, po czym ulega stopniowemu obniżeniu z 17,6% w roku 2009, 14,3% w roku 2010 oraz niewiele ponad 4% w latach 2011-2013. Podobnie wysoki, wynoszący 37,5%, odsetek przedsiębiorstw z dobrą kondycją finansową przypada na rok 2008. W latach 2009-2012 jego wartość utrzymuje się na względnie wysokim poziomie (średnio) w granicach około 33%. Najwyższy odsetek (44%) przedsiębiorstw z dobrą kondycją finansową odnotowano w roku 2013. Należy jednak podkreślić, że udział podmiotów o bardzo dobrej kondycji finansowej był w tym samym roku najniższy (4%).

Udział przedsiębiorstw z kondycją finansową poniżej średniej wartości wskaźnika syntetycznego *TMAI* początkowo ulegał obniżeniu (z 53,3% w roku 2007 do 35,3% w roku 2009) a następnie wzrósł w latach 2010-2011 z 47,7% do 60,9%. Z kolei w latach 2012-2013 uległ ponownemu obniżeniu od 58,3% do 44%.

Odsetek przedsiębiorstw ze złą kondycją finansową podlegał pewnym fluktuacjom. W latach 2007-2009 rósł, aż do osiągnięcia najwyższego poziomu w całym badanym okresie (11,8%). W latach 2010-2012 odsetek tych podmiotów utrzymywał się na względnie niskim poziomie, wynoszącym około 4,5%. Z kolei w roku 2013 udział przedsiębiorstw o złej kondycji finansowej zwiększył się do 8%.

Podkreślić jednak należy, że wartości wskaźnika *TMAI*, obliczone dla badanych przedsiębiorstw deweloperskich, przyjmują niskie wartości, nawet w zbiorowości podmiotów zaliczonych do grupy pierwszej (tab. 4).

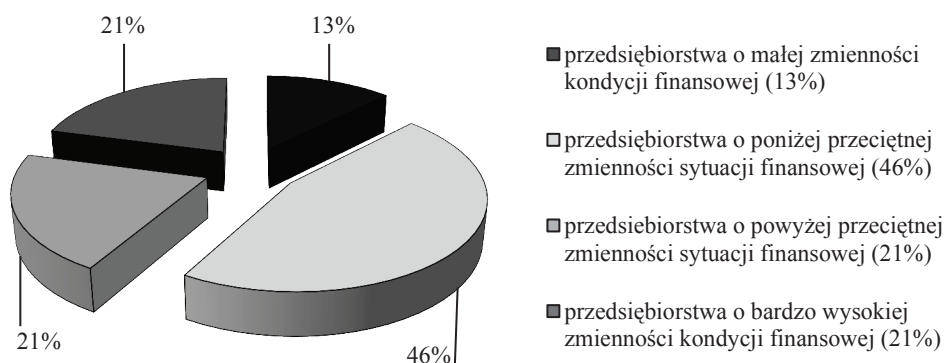
Tabela 4. Średnia wartość wskaźnika *TMAI* obliczona dla spółek deweloperskich w latach 2007-2013

Grupa	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Średnio w latach 2007-2013
	średnia wartość wskaźnika <i>TMAI</i>							
I	0,276	0,321	0,254	0,170	0,476	0,447	0,387	0,333
II	0,121	0,222	0,198	0,101	0,150	0,214	0,143	0,164
III	0,051	0,167	0,159	0,048	0,099	0,155	0,085	0,109
IV	0,000	0,000	0,116	0,014	0,033	0,000	0,019	0,026

Źródło: opracowanie własne na podstawie tab. 2.

Średnia wartość wskaźnika *TMAI*, obliczona dla przedsiębiorstw zaliczonych do grupy pierwszej, kształtowała się na poziomie 0,333 w latach 2007-2013. Oznacza to, że nawet te podmioty charakteryzowały się kondycją finansową znacznie odbiegającą od wzorcowej. Średnia wartość wskaźnika *TMAI*, obliczona dla przedsiębiorstw z grup drugiej i trzeciej, jest znacząco niższa i wynosi odpowiednio 0,164 i 0,109 w latach 2007-2013. Jeszcze mniejsza, bo wynosząca zaledwie 0,026, jest wartość tego wskaźnika wyznaczona dla podmiotów o złej kondycji finansowej.

Ze szczegółowej analizy wynika, że pozycja niektórych przedsiębiorstw, rozpatrywana ze względu na ich sytuację finansową, jest względnie stała. Oznacza to, że w całym okresie objętym badaniem niektóre przedsiębiorstwa znajdowały się na ogół w tej samej grupie (rys. 1).



Rys. 1. Udział przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW ze względu na zmienność sytuacji finansowej w latach 2007-2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007-2013.

Do grupy przedsiębiorstw o względnie stałej kondycji finansowej, stanowiącej 13% ogółu badanych podmiotów, zakwalifikowały się spółki nr 6, 10, 12. Należy podkreślić, że ich sytuacja była nie tylko stabilna, ale również dobra lub bardzo dobra, a tendencje do jej zmian sygnalizowały systematyczną poprawę. Można zatem

stwierdzić, że przedsiębiorstwa te dysponują potencjałem, który zapewnia im utrzymanie wysokiej i trwałej pozycji konkurencyjnej.

W grupie składającej się z przedsiębiorstw o względnie często występujących zmianach sytuacji finansowej znalazło się 46% ogółu badanych podmiotów. Spółki zaliczone do tej grupy charakteryzowały się zróżnicowaną kondycją finansową. Można je podzielić na podmioty, w których sytuacja finansowa wykazywała trend spadkowy bądź wzrostowy. Poprawę odnotowano zaledwie w trzech przedsiębiorstwach zakwalifikowanych do tej grupy. Były to podmioty nr 13 (LCC), 14 (Octava) i 21 (Ronson). Z kolei trend spadkowy zaobserwowany w zakresie zmian sytuacji finansowej przedsiębiorstw nr 2 (BBI), 4 (Dom Development), 5 (Echo Investment), 11 (JHM Development), 15 (Orco Property Group), 17 (Polnord), 19 (Rank Progress), 20 (Robyg) i 21 (Ronson) sygnalizował zmniejszenie potencjału rozwojowego. Oznacza to, iż pozycja konkurencyjna tych spółek może być zagrożona w dłuższym okresie.

W grupie reprezentującej przedsiębiorstwa o częstych zmianach sytuacji finansowej znalazło się 21% ogółu badanych podmiotów. Kondycja finansowa trzech spośród nich wykazywała trend spadkowy (przedsiębiorstwa nr 7, 8, 18), przy czym – jak już wspomniano – spółka nr 7 (Gant Development) została postawiona w stan upadłości. Odmienne tendencje zaobserwowano w przedsiębiorstwach nr 22 (Triton) i 24 (Warimpex). Jak wynika z analizy informacji prezentowanych w tab. 2, w niektórych latach firmy te wykazywały złą lub gorszą od przeciętnej kondycję finansową. Jednakże podjęte przez te podmioty działania restrukturyzacyjne przyniosły dobry rezultat, czego przejawem była obserwowana z roku na rok poprawa ich pozycji w rankingu. Oznacza to, że trudności tych firm były przejściowe, a pozycja konkurencyjna wypracowana po ich przełamaniu może mieć trwały charakter.

W grupie przedsiębiorstw z bardzo częstą zmianą kondycji finansowej znalazło się 21% badanych podmiotów. W spółkach nr 1 (Alta), 3 (Celtic) 16 (Plaza Centers) i 25 (Wikana) w zakresie zmian sytuacji finansowej zaobserwowano trend świadczący o jej systematycznym pogorszeniu. Odwrotna tendencja została zaobserwowana w firmie nr 23 (Vantage). Jednakże ponieważ spółka ta zadebiutowała dopiero w 2012 roku, należy zachować ostrożność w formułowaniu ocen co do dalszych jej losów.

Wyniki badań w zakresie sytuacji finansowej przedsiębiorstw deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007-2013 świadczą o jej dużej zmienności. Przełożyło się to na liczne i nieraz bardzo dynamiczne zmiany w rankingu. Przyczyny tego stanu są dwojakiego rodzaju. Po pierwsze, wynika to z polskich realiów rynkowych, w których stabilność ekonomiczna spółek jest niska [Tarczyński, Łuniewska 2004]. Po drugie, w latach 2007-2013 koniunktura na rynku nieruchomości podlegała bardzo silnym fluktuacjom [Gostkowska-Drzewicka 2013], co spowodowało wzrost ryzyka działalności deweloperskiej.

6. Zakończenie

Analiza porównawcza kondycji finansowej spółek deweloperskich notowanych na GPW w latach 2007-2013, przeprowadzona za pomocą taksonomicznego miernika atrakcyjności inwestycji *TMAI*, pozwala sformułować wnioski odnośnie do dalszego ich rozwoju. Po pierwsze, grupa przedsiębiorstw o względnie stabilnej pozycji konkurencyjnej i bardzo dobrej lub dobrej kondycji finansowej jest względnie nieliczna (13% ogółu badanych spółek). Tendencje do zmian sytuacji finansowej tych spółek sygnalizowały systematyczną poprawę. Można zatem stwierdzić, że przedsiębiorstwa te dysponują potencjałem, który pomimo dekonjunkury trwającej na rynku nieruchomości, zapewnia im utrzymanie wysokiej i trwałej pozycji konkurencyjnej. Po drugie, liczna jest grupa przedsiębiorstw o względnie częstych zmianach pozycji w rankingu. Spółki zaliczone do tej grupy wykazywały zróżnicowaną kondycją finansową. W zbiorowości tej przeważały jednak podmioty, których kondycja finansowa ulegała systematycznemu pogorszeniu. W przypadku dalszego utrzymywania się dekonjunkury na rynku nieruchomości niektóre z tych przedsiębiorstw mogą nie sprostać wymaganiom konkurencyjnego otoczenia, a w konsekwencji mogą wypaść z rynku. Najbardziej zagrożone są spółki o złej kondycji finansowej z trendem spadkowym w tym zakresie. Ich trwanie na rynku jest zagrożone upadłością. Po trzecie, wskaźnik *TMAI* obliczony dla badanych przedsiębiorstw deweloperskich przyjmuje ogólnie niskie wartości, nawet w zbiorowości podmiotów zaliczonych do grupy pierwszej. Oznacza to, że kondycja finansowa spółek deweloperskich notowanych na GPW jest relatywnie słaba.

Literatura

- Adamkiewicz-Drwiłło H.G., 2010, *Konkurencyjność przedsiębiorstw w świetle uwarunkowań współczesnej gospodarki*, Dom Organizatora, Toruń.
- Bednarski L., 1998, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Bieliński J., 2007, *Rozwój sektorów we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Bieliński J. (red.), 2005, *Konkurencyjność przedsiębiorstw w świetle Strategii Lizbońskiej*, CeDeWu, Warszawa.
- Bień W., 2005, *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*, Difin, Warszawa.
- Bień W., 2011, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, wydanie IX, Difin, Warszawa.
- Faulkner D., Bowman C., 1996, *Strategie konkurencji*, Gebethner&Ska, Warszawa.
- Gajdka J., Walińska E., 1998, *Zarządzanie finansowe, teoria i praktyka*, tom I, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Gabrusewicz W., 2014, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gierszewska G., Romanowska M., 2009, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gostkowska-Drzewicka M., 2013, *Pro-cyclicality of activity of construction enterprises*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*”, nr 7(762), Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle ORGMASZ, Warszawa, s. 36-48.

- Gostkowska-Drzewicka T., 1987, *Wykorzystanie zasobów produkcyjnych środków trwałych w przedsiębiorstwach budowlanych, problemy mierzenia i empirycznej weryfikacji*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk.
- Jankowska B., 2002, *Międzynarodowa konkurencyjność branży a konkurencyjność przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań.
- Jaworski J., 2010, *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Jerzemowska M. (red.), 2013, *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa.
- Łuniewska M., Tarczyński W., 2006, *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Młodak A., 2006, *Analiza taksonomiczna w statystyce regionalnej*, Difin, Warszawa.
- Pierścionek Z., 1997, *Strategie rozwoju firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Pomykalska B., Pomykalski P., 2007, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Porter M.E., 1989, *Competitive Strategy and Real Estate Development*, http://www.isc.hbs.edu/Porter_Strategy_Real_Estate1.pdf (19.02.2014).
- Porter M.E., 1992, *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Porter M.E., 1990, *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, New York.
- Rappaport A., 1999, *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.
- Siemińska E., 2002, *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Skowronek-Mielczarek A., Leszczyński Z., 2008, *Analiza rozwoju i działalności przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa.
- Sobczyk G., 2006, *Strategie konkurencji małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Sobczyk G., 2001, *Strategie konkurowania małych i średnich przedsiębiorstw w warunkach globalizacji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Standards&Poor's, 2013, *Credit rating update*, http://www.plazacenters.com/index.php?p=financjal_reports_2013 (19.01.2014).
- STRATEGOR, 2001, *Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Strzała K., Przechlewski T., 2002, *Ekonometria inaczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Tarczyński W., 2002, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWE, Warszawa.
- Tarczyński W., 1999, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych. Metodologia. Zastosowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Tarczyński W., Łuniewska M., 2004, *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Placet, Warszawa.
- Tarka D., 2010, *Własności cech diagnostycznych w badaniach typu taksonomicznego*, *Ekonomia i Zarządzanie*, Wydział Zarządzania Politechniki Białostockiej, nr 2(4), Białystok, s. 194-205.
- Ustawa z 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego, Dz.U. 2011 nr 232, poz. 1377.
- Wiśniewska M. A., 2011, *Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- www.rachunkowosc.com.pl.
- Zhang X., Tan Y., Shen L., Wu Y., 2011, *An alternative approach of competitiveness evaluation for real estate developers*, "International Journal of Strategic Management", Taylor&Francis, vol. 15(1), s. 10-25.