



**UNIWERSYTET EKONOMICZNY
W POZNANIU**

WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA

Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej

Grzegorz Mikołajewicz

**SIŁA FUNDAMENTALNA PRZEDSIĘBIORSTWA
I CZYNNIKI JĄ KSZTAŁTUJĄCE. UJĘCIE MODELOWE**

Rozprawa doktorska

Promotor:

dr hab. Mirosław Hamrol, prof. nadzw. UEP

Poznań 2010

Spis treści

Wprowadzenie	4
Rozdział I. Siła fundamentalna przedsiębiorstwa	11
1.1. Konceptcje i standardy wartości przedsiębiorstwa	11
1.1.1. Wartość dla akcjonariuszy a wartość dla interesariuszy	12
1.1.2. Standardy wartości przedsiębiorstwa	18
1.2. Pojęcie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa	26
Rozdział II. Determinanty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa	45
2.1. Źródła i czynniki siły fundamentalnej	45
2.1.1. Czynniki pierwotne	48
2.1.2. Czynniki wtórne	58
2.2. Źródła informacji o makro- i mikrootoczeniu	96
Rozdział III. Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa	105
3.1. Obszar tworzenia wartości	108
3.1.1. Uwagi ogólne	109
3.1.2. Kluczowe czynniki tworzenia wartości w świetle badań	110
3.2. Obszar ochrony wartości	125
3.2.1. Uwagi ogólne	125
3.2.2. Kluczowe czynniki ochrony wartości w świetle badań	127
3.3. Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa – synteza ..	142
Rozdział IV. Komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem	151
4.1. Zamykanie luk w komunikacji przedsiębiorstwo – rynek	154
4.1.1. Zakres obowiązkowych ujawnień	160
4.1.2. Wiarygodność informacji przekazywanych przez przedsiębiorstwa ..	177
4.1.3. Corporate governance	186
4.1.4. Value reporting	195
4.2. Korzyści i koszty przedsiębiorstwa związane z zamykaniem luki wartości	201

Rozdział V. Syntetyczny miernik siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.....	211
5.1. Koncepcja syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.....	211
5.2. Metodologia budowy syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.....	214
Zakończenie	232
Spis rysunków	237
Spis tabel	238
Bibliografia	240

Wprowadzenie

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa to termin powszechnie używany przez analityków, inwestorów oraz wielu innych uczestników rynku. I tak jak powszechne jest jego użycie, tak też wiele znaczeń jest mu przypisywanych. Trudno znaleźć w literaturze definicję tego terminu, co prowadzi do wrażenia, że część uczestników rynku kapitałowego używa go jako swoistego sloganu, nie przywiązując większej wagi do tego, co się pod nim kryje.

Problem definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa jest jednak kluczowy, stanowi bowiem punkt wyjścia dla identyfikacji czynników ją kształtujących oraz wyznaczania sposobów jej pomiaru.

Te dwie ostatnie kwestie sprawiają wiele problemów i są często bagatelizowane przez inwestorów, którzy skupiają się na mierzeniu wartości przedsiębiorstwa, jego efektywności oraz kreowaniu przez nie wartości dodanej, zapominając jednocześnie o poświęceniu większej uwagi analizie źródeł i czynników tej wartości oraz potencjałowi przedsiębiorstwa w zakresie jej tworzenia i ochrony.

Pomimo że wszystkie wyżej wymienione kwestie są bardzo istotne z punktu widzenia procesu inwestycyjnego, to nie zostały one wystarczająco dobrze rozpoznane i usystematyzowane. Istnieje więc potrzeba wypracowania definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz identyfikacji kluczowych czynników ją kształtujących. Nie bez znaczenia pozostaje także możliwość pomiaru i porównań siły fundamentalnej w grupie przedsiębiorstw.

Za cel główny rozprawy przyjęto zdefiniowanie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, zidentyfikowanie kluczowych czynników ją kształtujących oraz opracowanie syntetycznego miernika, który pozwala na hierarchizację przedsiębiorstw pod względem ich siły fundamentalnej.

Dla realizacji celu głównego wyznaczono następujące cele cząstkowe:

- identyfikacja koncepcji oraz standardów wartości leżących u podstaw siły fundamentalnej przedsiębiorstwa,
- ustalenie relacji między wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa a jego wartością rynkową,
- wypracowanie definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa,

- identyfikacja i usystematyzowanie czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa,
- identyfikacja kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP),
- rozpoznanie przyczyn i skutków istniejącej luki wartości oraz określenie sposobów jej zamykania,
- skonstruowanie syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP).

Powyższe cele realizowane są w warstwie teoretycznej i projektowej rozprawy.

Warstwa teoretyczna rozprawy obejmuje krytyczną analizę koncepcji i standardów wartości (w tym ustalenie relacji między wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa a jego wartością rynkową), zdefiniowanie pojęcia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, identyfikację źródeł i czynników ją kształtujących oraz problem komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem. W warstwie tej omawiane są także kwestie dotyczące metod statystycznych, taksonomii i wielowymiarowej analizy porównawczej z zakresu konstrukcji syntetycznego miernika siły fundamentalnej.

Warstwa projektowa poświęcona jest opracowaniu koncepcji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa wraz z jej syntetycznym miernikiem, który w sposób kompleksowy i usystematyzowany ujmowałby kluczowe czynniki tworzenia i ochrony wartości wewnętrznej oraz pozwalałby na dokonanie „screeningu fundamentalnego” przedsiębiorstw, tj. wyboru spośród grupy podmiotów przedsiębiorstwa o największej sile fundamentalnej.

Praca ma z założenia budować pewną ogólną platformę, mapę siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, która wyznacza ramy analizy i pomiaru siły fundamentalnej oraz czynników ją kształtujących.

Zakres przedmiotowy pracy tworzą zagadnienia z zakresu analizy fundamentalnej (sfer makro-, mikrootoczenia, potencjału podmiotu i jego wartości wewnętrznej), analizy pozycji przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, a także oceny standingu finansowego podmiotów przez banki, agencje ratingowe czy też modele dyskryminacyjne. Przedmiotem pracy są także zagadnienia dotyczące sfery sprawozdawczości podmiotów, zarówno tej wymaganej prawem, jak i dobrowolnej.

W procesie definiowania siły fundamentalnej przedsiębiorstwa stwierdzono, że źródło tego pojęcia tkwi w analizie fundamentalnej, a więc odnosi się do wartości

wewnętrznej aktywów, a nie, jak bywa to często mylnie ujmowane, do ich wartości rynkowej. W związku z tym, że wartość wewnętrzna jest pierwotna w stosunku do wartości rynkowej akcji, ocena siły fundamentalnej odbywa się właśnie przez pryzmat tej pierwszej.

Przyjęcie perspektywy wartości wewnętrznej ma także tę zaletę, że nie ukierunkowuje rozważań wyłącznie na spółki notowane na giełdzie, ale pozwala na rozszerzenie refleksji także na spółki nie uczestniczące w zorganizowanym obrocie. Zakres podmiotowy pracy jest więc możliwie szeroki.

Wartość przedsiębiorstwa rozpatrywana jest w dysertacji przez pryzmat „oświeconej” wartości dla akcjonariuszy, a dominujące podejście w jej ocenie, to poszukiwanie wartości w zdolności podmiotu do generowania dochodów, w oparciu o jego charakterystyki wewnętrzne i potencjał do wzrostu, abstrahując od wpływu określonego inwestora czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym. Podejście to uwzględnia kwestię posiadanych przez przedsiębiorstwo zasobów, tj. zarówno aktywów materialnych, jak i niematerialnych, kompetencji czy wiedzy, jak i efektywność ich wykorzystania.

Przyjęto także założenia aksjomatyczne dotyczące racjonalności zachowań inwestorów oraz dostatecznej efektywności rynku kapitałowego.

Przedstawiona w niniejszej pracy koncepcja zakłada, że inwestorzy są racjonalni, potrafią oprzeć się tłumowi i jego psychologii, charakteryzują się cierpliwością (horyzont inwestycji średnio- i długoterminowy), dyscypliną oraz awersją do ryzyka. Posiadają także umiejętność wartościowania aktywów na podstawie dostępnych informacji.

Jeśli chodzi o efektywność rynku, to czynione jest domyślne założenie, że jest on efektywny przynajmniej w stopniu dostatecznym, tak by napływające dane i przeprowadzane na ich bazie analizy wykazywały związek (możliwie silny) z kształtowaniem się cen na rynku kapitałowym.

Rynek kapitałowy nie jest utożsamiany w pracy wyłącznie z giełdą papierów wartościowych, ale ujmowany w szerszej perspektywie, jako zespół instytucji i reguł umożliwiających pozyskanie długoterminowego kapitału w drodze obrotu (transakcji kupna-sprzedaży), odbywających się zarówno na giełdzie, jak i poza nią.

Większość rozważań w pracy ma charakter uniwersalny, choć pewne szczegółowe rozwiązania dotyczą ściśle uwarunkowań ekonomiczno-prawnych oraz badań dla Polski. Powyższe uzupełnione były jednak o szereg opracowań dla

gospodarek i rynków zagranicznych. Wybór zaprezentowanych badań i opracowań był w dużej mierze zdeterminowany przez przyjęte wytyczne analizy, tj. rozpatrywanie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa przez pryzmat jego wartości wewnętrznej, a nie rozważań prowadzonych w oparciu o wartość rynkową walorów.

W rozprawie wykorzystano metodę wnioskowania o charakterze indukcyjnym oraz syntezy. W oparciu o studia literaturowe i teoretyczne przesłanki zbudowane zostało ujęcie modelowe siły fundamentalnej. Następnie, wykorzystując badania innych autorów, dokonano potwierdzenia i uszczegółowienia ujęcia modelowego, w tym identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej (KCSFP).

Należy zaznaczyć, że indukcja jest rozumowaniem zawodnym, co oznacza, iż pomimo, że przesłanki rozumowania indukcyjnego są prawdziwe, nie musi być prawdziwy jego wniosek. Niemniej jednak poprzez indukcję można potwierdzić w mniejszym lub większym stopniu (zależnie od aktualnego świadectwa empirycznego) pewne zjawiska i prawidłowości. Przy czym stopień przekonania o prawdziwości wniosków odpowiada skali potwierdzenia.

Autor rozprawy ma świadomość, że w procesie identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa najlepszą metodą byłaby analiza konkretnych branż i przedsiębiorstw. Wykorzystanie jej w pracy wymagałoby jednak analizy bardzo wielu przypadków, co byłoby trudne do zrealizowania ze względu na stopień skomplikowania, obszerność zagadnienia czy też wreszcie rozmiary rozprawy.

Z kolei na podstawie pojedynczych przypadków (*case study*) nie można wyprowadzać wniosków o charakterze generalnym. Identyfikacja KCSFP wymaga bowiem uwzględnienia szerokiego spektrum specyficznych dla poszczególnych branż i przedsiębiorstw czynników biorących udział w procesie tworzenia i ochrony wartości, ich wzajemnego oddziaływania, przenikania się, różnorodności (czynniki finansowe, niefinansowe, sfera mikrootoczenia, wewnątrz przedsiębiorstwa, aspekt operacyjny, inwestycyjny, finansowy itp.) czy też często wielokierunkowego i nieliniowego wpływu na wartość przedsiębiorstwa.

Nie chcąc zatem ograniczać się do analizy *case study* pojedynczych przedsiębiorstw czy też wybranych branż, przyjęto w rozprawie sposób identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) polegający na wykorzystaniu krajowych i zagranicznych badań innych autorów, w tym m.in. na przeprowadzonych przez nich analizach, ankietach, stworzonych modelach (stochastycznych, dyskryminacyjnych) czy też opracowanych metodologiach.

Powyższe badania podzielono na te dotyczące kluczowych czynników z zakresu obszaru tworzenia wartości wewnętrznej oraz te z zakresu jej ochrony.

Badania pierwszego z obszarów opierają się na opiniach czterech grup profesjonalnych uczestników rynku kapitałowego, tj. inwestorów, analityków, zarządzających aktywami oraz menedżerów. Uzupełnione zostały one ponadto o badania bazujące na analizie stochastycznej, analizie danych i raportów finansowych przedsiębiorstw.

Badania dotyczące ochrony wartości opierają się z kolei na opiniach syndyków, nadzorców sądowych oraz wykorzystują modele analizy dyskryminacyjnej, analizy przyczyn upadłości, metodologie agencji ratingowych, metodologie wyznaczania standingu finansowego w bankach czy też analizę regulacji i zaleceń z tego zakresu.

Badania dotyczące tworzenia wartości koncentrują się zatem na aspekcie dochodowym przedsiębiorstwa, możliwości wzrostu jego wartości, podczas gdy badania dotyczące ochrony wartości kładą szczególny nacisk na bezpieczeństwo przedsiębiorstwa i czynniki ryzyka.

Połączenie tych podejść umożliwić ma wyłonienie kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa stanowiących zbilansowaną kombinację elementów z zakresu zwrotu i ryzyka.

Autor rozprawy ma świadomość różnorodności przedstawionych w dysertacji badań. Badania te nie są jednolite pod względem celu ich przeprowadzenia. Ponadto część z nich porusza wyłącznie kwestie finansowe lub niefinansowe tworzenia i ochrony wartości, a część obydwu te aspekty. Badania różnią się nie tylko zasięgiem geograficznym (krajowe, zagraniczne), branżowym oraz okresem jakiego dotyczą (retrospektywne, prospektywne) czy stopniem aktualności, ale także liczebnością próby (krajów, przedsiębiorstw, menedżerów, analityków, inwestorów etc. biorących udział w badaniu). Występuje znaczne zróżnicowanie charakteru badań (badania ankietowe, analiza modeli, analiza regulacji etc.), charakteru zmiennych (badania z predefiniowanymi zestawami zmiennych i badania otwarte, w których uczestnicy określają zmienne i przypisują im wagi) oraz zróżnicowanie ich ujęcia pod względem szczegółowości.

Aby móc wykorzystać wspomniane powyżej badania do celów rozprawy, wykorzystano schemat wnioskowania oparty na wnioskowaniu pośrednim, tzw. syllogizm. Ponieważ siła fundamentalna przedsiębiorstwa została zdefiniowana jako potencjał przedsiębiorstwa do wzrostu i ochrony wartości wewnętrznej, przyjęto, że

czynniki, przez pryzmat których ocenia się, kształtuje lub chroni wartość wewnętrzną, są tym samym składnikami siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Różnorodność badań nie pozwala jednak na jednoznacznie wyodrębnienie KCSFP poprzez proste znalezienie części wspólnej lub wyznaczenie częstotliwości wskazań dla poszczególnych czynników w badaniach. Możliwe jest natomiast zagregowanie, pogrupowanie i usystematyzowanie kluczowych czynników wskazywanych w badaniach. Podejście to ma tę zaletę, że zidentyfikowane KCSFP utworzą szeroki zbiór czynników, który można zaadaptować na potrzeby konkretnej branży, przedsiębiorstwa, przy czym prawdopodobieństwo pominięcia któregośkolwiek z ważnych czynników w zakresie tworzenia i ochrony wartości jest znacznie ograniczone.

W warstwie projektowej rozprawy przedstawiono sposób wykorzystania narzędzi z zakresu statystyki, taksonomii oraz wielowymiarowej analizy porównawczej do obliczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

W pracy wykorzystano literaturę z zakresu makroekonomii, finansów, analizy strategicznej, analizy fundamentalnej, analizy ekonomicznej, rynków kapitałowych, rachunkowości, corporate governance, value reporting oraz tematyki dotyczącej wyznaczania syntetycznych miar rozwoju w oparciu o techniki taksonomii i wielowymiarowej analizy porównawczej. Wykorzystano przy tym krajową i zagraniczną literaturę (zarówno pozycje książkowe, jak i artykuły oraz informacje zawarte na stronach internetowych) dotyczącą poruszanych zagadnień, obejmującą ponad 240 pozycji polsko- i angielskojęzycznych.

Celowi oraz zakresowi rozważań podporządkowano układ i treść pracy, która składa się z wprowadzenia, pięciu rozdziałów oraz zakończenia.

Rozdział pierwszy poświęcony jest koncepcjom i standardom wartości przedsiębiorstwa, a więc odpowiedzi na pytanie, dla jakiej grupy interesariuszy wartość ma być tworzona oraz w oparciu o jaki standard ją mierzyć. Przyjęto, że wartość ta rozpatrywana będzie z perspektywy „oświeconej” wartości dla akcjonariuszy, a dotyczyć będzie wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. Podkreślono także iż wartość ta jest pierwotna w stosunku do wartości rynkowej akcji, a obie te kategorie nie muszą być sobie równe. Końcowym i bardzo ważnym elementem rozdziału pierwszego jest wypracowanie definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, w oparciu o którą prowadzone są dalsze rozważania.

W rozdziale drugim dokonano identyfikacji i usystematyzowania źródeł oraz czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, przedstawiając jej modelowe ujęcie. Zakres rozważań obejmuje czynniki w obrębie makrootoczenia (czynniki pierwotne), mikrooczenia i wnętrza przedsiębiorstwa (czynniki wtórne) oraz uwzględnia stopień, w jakim przedsiębiorstwo może je kontrolować. W rozdziale tym przytaczane są wyniki wielu badań oraz analizowane składowe wielu modeli opisujących źródła i czynniki tworzenia oraz ochrony wartości w przedsiębiorstwie.

Rozdział trzeci poświęcony jest identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) w oparciu o badania krajowe i zagraniczne innych autorów. Wykorzystano w tym celu badania ankietowe przeprowadzone wśród menedżerów, analityków, zarządzających funduszami, inwestorów, syndyków i nadzorców sądowych, które uzupełniono o analizę danych i raportów finansowych przedsiębiorstw, modele stochastyczne, jak również o analizę sfer uwzględnianych przy ocenie kondycji finansowej podmiotów przez banki, agencje ratingowe, modele dyskryminacyjne, a także istniejące regulacje i zalecenia z tego zakresu. Rozważania prowadzone są przez pryzmat dwóch obszarów, tj. obszaru tworzenia oraz obszaru ochrony wartości wewnętrznej, które podzielono dodatkowo na dwie sfery – sferę finansową i sferę niefinansową.

Czwarty rozdział dotyczy komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem, która ma ograniczyć lukę wartości, a więc różnicę w postrzeganiu wartości przedsiębiorstwa z perspektywy jego wnętrza oraz otoczenia. W rozdziale tym zidentyfikowano poszczególne rodzaje luk, przeanalizowano zakres obowiązkowych ujawnień oraz wiarygodność przekazywanych przez przedsiębiorstwa informacji. Wskazano też na korzystne efekty wprowadzenia zasad corporate governance czy value reporting na wartość przedsiębiorstwa i jego relacje z otoczeniem.

Rozdział piąty ma charakter projektowy. Przedstawiona została w nim metodologia syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP) oraz jego umiejscowienie w procesie inwestycyjnym.

Zwieńczeniem pracy jest zakończenie, w którym przedstawiono wyniki realizacji celu głównego i celów cząstkowych, zarówno w warstwie teoretycznej, jak i projektowej, oraz dokonano oceny przydatności rozważań i skonstruowanego miernika z perspektywy praktyki inwestycyjnej. Zamieszczono również postulaty dotyczące przyszłych kierunków badań.

Rozdział I

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa

Podmioty gospodarcze, a także sami inwestorzy nierzadko stoją przed koniecznością wypracowania własnego rozumienia pojęcia wartości oraz siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Zdefiniowanie tych pojęć jest niezwykle istotne, determinuje bowiem identyfikację źródeł i czynników leżących u podstaw decyzji podejmowanych przez zarządzających, inwestorów etc.

Przedmiotem niniejszego rozdziału są koncepcje i standardy wartości. Podjęto w nim także próbę zdefiniowania pojęcia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

1.1. Koncepcje i standardy wartości przedsiębiorstwa

Wiele uwagi w ostatnich latach poświęca się kwestii tworzenia, maksymalizowania oraz monitorowania wartości przedsiębiorstw. Perspektywa oceny wyników ekonomicznych podmiotów poprzez pryzmat wartości ma bowiem wiele zalet, do których zaliczyć można jej syntetyczny, wszechstronny oraz długoterminowy charakter.

W kontekście wartości rozmawiamy o wszystkim tym, co cenne i godne pożądania, co stanowi cel ludzkich dążeń¹. Wartość jest zatem cechą powodującą chęć posiadania, niosącą pewną użyteczność dla podmiotu².

Wartość nie jest kategorią obiektywną (jest subiektywnie odczuwana)³, stąd trudno jednoznacznie wskazać czynniki ją kształtujące oraz jej poziom absolutny. Sytuację komplikuje dodatkowo zróżnicowany zakres informacji, w oparciu o który dokonywany jest szacunek wartości przez poszczególnych uczestników rynku.

Wśród cech wartości przedsiębiorstwa można dodatkowo wymienić jej różnorodny charakter (zarówno materialny, jak i niematerialny), fakt, iż nie występuje ona samoistnie, że często bywa niezależna od nakładów poniesionych na jej wytworzenie, że tworzona jest latami, a na dodatek, że często bywa niestabilna.

¹ Por. Nowa Encyklopedia Powszechna PWN, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, tom 8, s. 498.

² Szersze omówienie kwestii wartości, w tym także w odniesieniu do użyteczności, odnaleźć można w Zarzecki D., Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 21-25 oraz Jaki A., Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa, Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 22-24.

³ Należy zaznaczyć, że w kwestii tej nie ma zgodności między filozofami, etykami itd. – wciąż toczy się spór, czy wartość to coś, co przysługuje przedmiotom, zjawiskom obiektywnie czy subiektywnie.

Nierozstrzygnięte pozostają kwestie dotyczące koncepcji wartości (tj. odpowiedzi na pytanie dla kogo wartość powinna być tworzona) oraz jej standardów.

Zagadnienia te przedstawione zostały w poniższych podrozdziałach.

1.1.1. Wartość dla akcjonariuszy a wartość dla interesariuszy

Interesariusz (*stakeholder*) to pojęcie wprowadzone przez Stanford Research Institute w 1963 r., oznaczające osobę bądź podmiot zainteresowany działalnością przedsiębiorstwa i ponoszący ryzyko związane z jego funkcjonowaniem. W przeciwieństwie do akcjonariusza (*shareholder*)⁴, zainteresowanego przede wszystkim osiąganiem dochodów z działalności spółki, interesariusze to grupa bardziej obszerna zakresowo, obejmująca m.in. pracowników, klientów, kredytodawców, dostawców, a w szerszym kontekście społeczeństwo lokalne⁵. Według R.E. Freemana interesariusz to każda grupa czy jednostka, która wywiera wpływ lub na którą ten wpływ jest wywierany w trakcie realizowania przez organizację jej celów⁶. Interesariuszy podzielić można na grupę podstawową, zawierającą podmioty bezpośrednio powiązane z przyszłością przedsiębiorstwa (np. akcjonariusze i inwestorzy, klienci, dostawcy i społeczność wśród której spółka działa) oraz grupę drugorzędą, związaną z przedsiębiorstwem pośrednio (np. media, grupy nacisku oraz inne organizacje społeczne, handlowe itp.)⁷. Dodatkowe podziały obejmują wewnętrzne i zewnętrzne grupy interesów (przy czym nie musi to być podział rozłączny) czy też grupy społeczne i pozaspołeczne⁸. Definiując interesariuszy akcentuje się także aspekt utrzymywania przez nich relacji z przedsiębiorstwem (dobrowolny lub nie), jak i kwestię finansową relacji (ich efektywność, zdolność do tworzenia, zwiększania wartości)⁹.

⁴ W pracy pojęcie akcjonariusze/akcje używane jest zamiennie w stosunku do terminów właściciele/walor. Nie chodzi tu zatem o prawne rozróżnienie akcjonariuszy od udziałowców itp. Powyższe terminy należy traktować w niniejszej pracy jako równoważne.

⁵ Por. Hasło w encyklopedii na stronie Polskiego Forum Corporate Governance: <http://www.pfcg.org.pl>.

⁶ Por. Freeman R.E., The stakeholder approach revisited, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, Vol. 5, Issue 3, 2004, s. 229.

⁷ Por. Svendsen A.C., Boutilier R.G., Abbott R.M., Wheeler D., Measuring the business value of stakeholder relationships. Part one, *CIM*, 2001, <http://www.sfu.ca>, s. 3.

⁸ Por. Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 19.

⁹ Por. Post J.E., Pretson L.E., Sachs S., Managing the extended enterprise: The new stakeholder view, *California Management Review*, Vol. 45, Issue 1, Fall 2002, s. 7.

Wyróżnić można dwie główne koncepcje¹⁰ tworzenia wartości w przedsiębiorstwach z punktu widzenia stron, którym ma ona przypadać¹¹:

- koncepcję dysharmonii celów – przedsiębiorstwo powinno zaspokajać tylko interesy właścicieli, zaspokajanie potrzeb innych grup prowadzi do spadku wartości, ze względu na rozbieżność celów właścicieli i pozostałych interesariuszy (jest to podejście bliższe rozumieniu przedsiębiorstwa jako projektu inwestycyjnego),
- koncepcję harmonii celów, mówiąca o tym, że interesy właścicielskie można i trzeba pogodzić z interesami innych grup, a takie połączenie wpływa korzystnie na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa. Jednocześnie zaspokajane są potrzeby wszystkich grup, choć nie koniecznie w takim samym stopniu (koncepcja ta bliższa jest ujmowaniu przedsiębiorstwa jako elementu otoczenia).

¹⁰ Możliwe są bardziej szczegółowe podziały. I tak np. koncepcja kapitalizmu pracowniczego (*labor capitalism*), reprezentowana m.in. przez K. Marksa i F. Engelsa, przeciwstawia sobie dwie grupy interesów, jakimi są pracownicy oraz właściciele kapitału, aktywów. Ci ostatni uzyskują korzyści kosztem siły roboczej (kapitalizm uzależniony jest od miejsca w klasie społecznej), a jedynym sposobem poprawy sytuacji pracowników jest walka o tworzoną wartość, w tym także przejęcie przez nich siłą aktywów produkcyjnych.

Koncepcja kapitalizmu państwa (*government capitalism*), wywodząca się m.in. od J.M. Keynesa, to twierdzenie, że kapitalizm może i powinien być zarządzany przez państwo. Rzeczywistość jest zbyt złożona, by pojedyncze podmioty mogły dokonywać niezbędnych zmian w interesie społecznym. Państwo powinno mieć w związku z tym dominującą pozycję i prawa nad pozostałymi interesariuszami, aby przez wprowadzane regulacje mogło kształtować optymalny poziom dobrobytu i zatrudnienia.

Koncepcja kapitalizmu inwestorskiego, akcjonariusza (*investor capitalism*), reprezentowana m.in. przez M. Friedmana, opiera się natomiast na zaufaniu do rynku i jego mechanizmów. Rola państwa powinna ograniczać się tylko do wprowadzania regulacji eliminujących monopole, reformowania systemu podatkowego w interesie przedsiębiorstw oraz utrzymywania porządku społecznego. Dominująca grupa to inwestorzy (akcjonariusze), którzy poprzez angażowanie swoich zasobów powinni osiągać dochody, a każda przeszkoda w realizacji ich celów utrudnia proces tworzenia wartości przez kapitalizm. Pomimo że cele akcjonariuszy są konkurencyjne w stosunku do innych grup, ich realizacja może przyczynić się jednak do zwiększenia dobrobytu wszystkich akcjonariuszy.

Koncepcja kapitalizmu menedżerskiego (*managerial capitalism*), reprezentowana m.in. przez A. Berle, G. Means, R. Marris, zwraca uwagę na fakt rozdzielenia własności od zarządzania i kontroli, a przez to powstania sytuacji, w której menedżerowie mogą realizować własne, konkurencyjne w stosunku do właścicieli cele (teoria agencji).

Koncepcja kapitalizmu przedsiębiorcy (*entrepreneurial capitalism*), m.in. J. Schumpeter, I.M. Kirzner, W. Baumol, podkreśla znaczenie tego podmiotu, jako podstawowej komórki systemu kapitalistycznego. Pośród autorów nie ma zgodności co do definicji przedsiębiorcy (może nim być zarówno właściciel, menedżer, pracownik itd.), jednak cechą wspólną jest przypisywanie dużej wagi do wpływu przedsiębiorcy na sytuację innych grup.

Koncepcja kapitalizmu interesariuszy (*stakeholder capitalism*), m.in. R.E. Freeman, podkreśla natomiast znaczenie, jakie odgrywają w tworzeniu wartości szerokie grupy podmiotów związanych bezpośrednio i pośrednio z przedsiębiorstwem. Podkreśla wagę relacji i konieczność uwzględniania w procesie tworzenia wartości celów także innych od wcześniej wymienionych grup.

Por. Freeman R.E., Marin K., Parmar B., Stakeholder capitalism, *Journal of Business Ethics*, 2007, Vol. 74, No. 4.

¹¹ Por. Marcinkowska M., *Roczny...*, wyd. cyt., s. 30 i 31.

Zwolennicy podejścia pierwszego argumentują, że jeżeli przedsiębiorstwo realizuje kilka celów oraz odpowiada przed wieloma interesariuszami, odpowiedzialność rozmywa się i występują trudności w mierzeniu i rozliczaniu efektów działań oraz operacjonalizacji wyniku¹². Zwraca się także uwagę na ograniczenia w konkurencyjności podmiotów wypełniających wiele celów. Często też cele te bywają ze sobą sprzeczne, co prowadzi i tak do konieczności dokonania wyboru¹³. Należy podkreślić, że podejmowane przez zarząd decyzje są de facto czynione oficjalnie w imieniu właścicieli. Dodatkowo przy rozwiniętym rynku kapitałowym rośnie też presja na zarząd ze strony inwestorów, którzy gotowi są sprzedać swoje akcje w przypadku osiągnięcia niewystarczających korzyści (groźba przejęcia). Kolejny przytaczany argument to fakt, iż to właściciele angażują swój kapitał i podejmują największe ryzyko (w przypadku upadłości są ostatnią grupą uprawnioną do udziału w masie upadłościowej) – muszą więc być za to wynagrodzeni¹⁴. Badania wykazują też, że przyjęcie tworzenia wartości dla właścicieli jako celu funkcjonowania przedsiębiorstwa nie musi być sprzeczne z interesami innych zainteresowanych stron, co więcej, może przyczynić się do lepszej realizacji potrzeb interesariuszy¹⁵.

Argumenty podawane za koncepcją tworzenia wartości dla interesariuszy, to przede wszystkim fakt, że przedsiębiorstwo działa w otoczeniu, w którym istnieją wzajemne relacje i powiązania. Przedsiębiorstwo nie powinno być zatem rozpatrywane jako instrument właścicieli, ale jako zorganizowana całość składająca się z wielu części, grup. Przedsiębiorstwo nie może więc pozwolić sobie na ignorowanie zainteresowanych stron, ale powinno funkcjonować z nimi w

¹² Por. Skoczylas W., Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 31 i 32, Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, 17-34 i 132, Jensen M.C., *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, Issue 3, Fall 2001, Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 1-13, Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 3-20 i 25-28, Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, Helion, Gliwice 2007, s. 49-92, Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 22.

¹³ M.C. Jensen zwraca uwagę, że nie jest logicznie możliwa jednoczesna maksymalizacja wielu celów. Por. Jensen M.C., op. cit., s. 10 i 11.

¹⁴ Oczywiście można i tę sytuację przedstawić odmiennie – ryzyko właścicieli jest ograniczone do wysokości zainwestowanych przez nich środków, korzyści są jednak teoretycznie nieograniczone.

¹⁵ Jak pokazują doświadczenia krajów socjalistycznych oraz przedsiębiorstw państwowych, pomimo iż koncepcja wielu zainteresowanych stron obiecywała generowanie pożytków, często efekt ten nie był osiągnięty.

symbiozie. Efekty przedsiębiorstwa winny być także oceniane pod względem trzech obszarów: efektywności ekonomicznej, jakości środowiskowej i sprawiedliwości społecznej¹⁶. Podejście to jest także łatwiejsze do zaakceptowania przez społeczeństwo¹⁷.

Odmienne punkty widzenia na wyżej wymienione kwestie wpływają często z istniejących w państwach uwarunkowań gospodarczych, kulturowych oraz wyznawanych zasad corporate governance¹⁸. I tak np. zasady ładu korporacyjnego oparte na modelu niemieckim podkreślają potrzebę postrzegania przedsiębiorstwa jako odpowiedzialnego wobec szerokiego grona interesariuszy – tzw. model grup udziałowych, podejście pluralistyczne (m.in. Niemcy, Holandia, Szwecja, Dania, Norwegia). Z kolei model anglosaski jest bliższy rozumowaniu w kategoriach tworzenia wartości dla właścicieli – tzw. model akcjonariuszy, podejście monistyczne (m.in. USA, Wielka Brytania¹⁹). Modele charakterystyczne dla Francji, Włoch i Hiszpanii oferują rozwiązanie pośrednie, choć wydaje się, że w większym stopniu skłaniają się do modelu niemieckiego²⁰.

W ciągu ostatnich lat dostrzec można konwergencję modeli, wynikającą m.in. z rosnącej płynności rynków, zmian w akcjonariacie, efektów globalizacji, inwestycji zagranicznych czy rozwoju międzynarodowych standardów rachunkowości²¹.

Polskie kodeksy nadzoru korporacyjnego (kodeksy z lat 2002 i 2005 firmowane przez GPW w Warszawie) zawierają stwierdzenia, że „podstawowym celem

¹⁶ Por. Svendsen A.C., Boutilier R.G., Abbott R.M., Wheeler D., op. cit., s. 3.

¹⁷ M.C. Jensen uważa nawet, że wielu ludzi popiera koncepcję interesariuszy ze względu na przywiązanie do wartości rodzinnych, plemienia itp. oraz w wyniku niechęci dotyczącej tworzenia grup uprzywilejowanych. Z drugiej strony, to właśnie często przesłanki społeczne powodują powstawanie takich grup (np. związki zawodowe, grupy pracownicze, profesje itp.). Por. Jensen M.C., op. cit., s. 14, 15, 21.

¹⁸ Szersza charakterystyka omawianych modeli przedstawiona została w rozdziale IV.1.3. Corporate governance.

¹⁹ Około 65% dużych przedsiębiorstw w USA twierdzi, że przyjęły one tworzenie wartości dla akcjonariuszy jako cel zasadniczy swojej działalności. Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 32.

²⁰ Por. Marcinkowska M., *Roczny...*, wyd. cyt., s. 14 oraz Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 25 i 26. Kraje, którym bliżej do idei tworzenia wartości dla wszystkich zainteresowanych stron, to głównie kraje, gospodarki charakteryzujące się następującymi cechami: dużą wagę odgrywa finansowanie pośrednie (kredyty bankowe, dotacje itd.), silnie rozwinięty sektor publiczny, dominuje model kapitalizmu społecznego lub gospodarki socjalistycznej, główne pakiety akcji znajdują się w rękach inwestorów instytucjonalnych, brak kultury inwestowania w akcje, występują strategiczne udziały i powiązania (często na plan dalszy schodzi osiągnięcie zwrotu z kapitału, a liczy się bezpieczeństwo i kontrola), silne związki zawodowe, mały udział inwestorów zagranicznych.

²¹ Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 205-210.

działania władz spółki jest realizacja interesu spółki, rozumianego jako powiększanie wartości powierzonego jej przez akcjonariuszy majątku, z uwzględnieniem praw i interesów innych niż akcjonariusze podmiotów, zaangażowanych w funkcjonowanie spółki, w szczególności wierzycieli spółki oraz jej pracowników”²². Z kolei Kodeks Gdański (Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową) stwierdza, że cel ten to „działanie we wspólnym interesie wszystkich akcjonariuszy rozumianym jako tworzenie wartości dla akcjonariuszy”²³. W uszczegółowieniu dodane jest jednak, że „władze spółki powinny zapewnić należyte uwzględnienie praw i interesów innych niż akcjonariusze podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki, w tym pracowników, wierzycieli, dostawców i społeczności lokalnych”²⁴. W komentarzu do Kodeksu Gdańskiego znajduje się dodatkowo zapis, że „wzrost wartości spółki dla akcjonariuszy nie powinien dokonywać się z rażącym naruszeniem interesów innych podmiotów zaangażowanych w jej funkcjonowanie, ponieważ w dłuższym okresie sukces spółki i akcjonariuszy zależy od zrównoważenia interesów wszystkich tych podmiotów”²⁵.

Wyżej wymienione kodeksy podkreślają zatem cel nadrzędny jakim jest tworzenie wartości w przedsiębiorstwie, stawiając na pierwszym miejscu właścicieli, ale nie zapominając również o uwzględnieniu interesów innych związanych z przedsiębiorstwem grup²⁶. Strategia przedsiębiorstwa jest bowiem wypadkową celów, odpowiedzialności i ograniczeń będących kompromisem ustalonym między poszczególnymi grupami interesów. Cele te zależą natomiast od oczekiwań poszczególnych grup interesów (por. tabela 1.1) oraz od siły ich wpływów²⁷. Ta ostatnia będzie rosła w przypadku, kiedy dana grupa jest w posiadaniu kluczowych dla danego przedsiębiorstwa aktywów.

²² Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, *Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych 2005*, Warszawa, październik 2004, s. 2 oraz *Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych 2002*, Warszawa, 4 lipca 2002 r., s. 2.

²³ Dzierżanowski M., Tamowicz P., *Kodeks Nadzoru Korporacyjnego (Kodeks Gdański)*, PFCG, IBnGR, 2002, <http://www.pfcg.org.pl>, s. 5.

²⁴ Tamże, s. 6.

²⁵ Tamże, s. 9.

²⁶ Należy zaznaczyć, że w najnowszym zbiorze zasad ładu korporacyjnego WGPW z 2010 r. (a także tym z 2007 r.) zrezygnowano z umieszczenia tego typu zapisu. Por. *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2010)*, załącznik do uchwały nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r. oraz *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2007)*, załącznik do uchwały nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r.

²⁷ Por. Marcinkowska M., *Roczny...*, wyd. cyt., s. 30.

Tabela 1.1

Interesariusze – ich cele, oczekiwania i korzyści

Interesariusze	Cele i oczekiwania
Właściciele	Atrakcyjna inwestycja: wzrost wartości przedsiębiorstwa, (wartości akcji), dywidendy, świadczenia i korzyści pośrednie, władza i prestiż
Rada nadzorcza	Bezpieczeństwo i rozwój spółki: dbanie o spełnianie norm prawnych, odpowiedzialne zarządzanie, wynagrodzenie, prestiż
Menedżerowie	Osobisty sukces zawodowy: wysokie wynagrodzenie, udziały w zyskach, wzrost wartości akcji, premie i inne świadczenia, status zawodowy i społeczny, zabezpieczenie przyszłości, spełnienie zawodowe
Pracownicy	Jakość życia i sukces zawodowy: wysokie dochody, stabilność zatrudnienia, możliwość podnoszenia kwalifikacji, dobra atmosfera w pracy, samorealizacja i zapewnienie niezbędnego poziomu egzystencji
Kredytodawcy	Atrakcyjna inwestycja: zwrot pożyczonego kapitału wraz z odsetkami, bezpieczeństwo, władza
Odbiorcy, klienci	Zaspokojenie potrzeb, dobra korzystna współpraca: bezpieczeństwo i stabilność dostaw, dobre jakościowo produkty o korzystnych cenach, użyteczność, fachowa obsługa, doradztwo
Dostawcy i partnerzy strategiczni	Przetrwanie i rozwój, korzystna współpraca: przyrost wartości własnego przedsiębiorstwa, niezależność, bezpieczeństwo i stabilność
Konkurenci	Konkurowanie z poszanowaniem norm prawnych i etyki zawodowej: prowadzenie etycznej działalności, respektowanie prawa, fair play, informacje
Społeczeństwo, społeczności lokalne	Sprawiedliwość i rozwój: tworzenie i utrzymywanie miejsc pracy, wysokie dochody, wspieranie oświaty, kultury i rekreacji, dbałość o środowisko naturalne i rozwój regionu
Analitycy i agencje ratingowe, media	Informacje: przygotowanie opinii o spółce w kontekście inwestycyjnym, informowanie społeczeństwa, określonych grup o sytuacji spółki i jej bezpieczeństwie
Ekolodzy	Zrównoważony rozwój: dbałość o ekosystem, monitorowanie bezpośredniego wpływu działań przedsiębiorstwa na środowisko naturalne oraz wpływu pośredniego, związanego z wykorzystywaniem produktów i usług przedsiębiorstwa
Państwo	Dobrobyt: stabilizacja systemu finansowego, wysokie dochody (podatki, opłaty), tworzenie i utrzymywanie miejsc pracy

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Jaki A., Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa, Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 127 i 128, Marcinkowska M., Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 28 i 29 oraz Skoczylas W., Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007, s. 32.

Koncepcje harmonii i dysharmonii celów, mimo iż często przeciwstawiane sobie (postrzegane jako swoisty konflikt między teorią praw własności a koncepcją interesariuszy, koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa), nie muszą

być względem siebie konkurencyjne²⁸. Jeśli przyjąć za cel funkcjonowania przedsiębiorstwa maksymalizację wartości dla akcjonariuszy w długim horyzoncie czasowym, to wymagać ona będzie od zarządzających ułożenia dobrych relacji z otoczeniem, a więc także zaspokajania jego potrzeb²⁹. Wprowadzenie rozumowania opartego na długofalowym rozwoju i tworzeniu wartości zapewnia złagodzenie konfliktu interesów pomiędzy interesariuszami. Maksymalizacja wartości w długim okresie nie może być bowiem osiągnięta z pominięciem interesów innych stron³⁰.

W dalszej części rozprawy, wartość przedsiębiorstwa będzie postrzegana jako „oświecona” wartość dla akcjonariuszy (*enlightened shareholder value*), a więc jako koncepcja, w której tworzenie wartości dla akcjonariuszy stanowi perspektywę nadrzędną, przy jednoczesnym podkreśleniu roli, jaką odgrywają w jej tworzeniu inni interesariusze³¹. Perspektywa ta jest także zbieżna z koncepcją analizy fundamentalnej i wykorzystywanymi w jej ramach metodami wyceny przedsiębiorstwa.

W kolejnym podrozdziale przedstawiono przegląd standardów wartości przedsiębiorstwa, głównie z perspektywy właścicielskiej.

1.1.2. Standardy wartości przedsiębiorstwa

Dla właściwego zdefiniowania siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz identyfikacji źródeł i czynników ją kształtujących niezbędne jest określenie standardu wartości leżącego u jej podstaw.

Wśród standardów wartości przedsiębiorstwa wyróżnić można między innymi³²:

²⁸ Zwraca też na to uwagę R.E. Freeman (por. Freeman R.E., op. cit., s. 231). Nie powinno konfrontować się akcjonariuszy z interesariuszami, ponieważ ci pierwsi należą także do tej ostatniej grupy. Ich cele powinny być zatem w części zbieżne z celami szeroko rozumianych interesariuszy. Wybór perspektywy właścicielskiej nie wyklucza zatem utrzymywania dobrych relacji z innymi interesariuszami. Można podać także szereg badań potwierdzających pozytywną zależność między bogactwem akcjonariuszy a korzyściami innych interesariuszy. Por. m.in. Cwynar A, Cwynar W., Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 16.

²⁹ Por. Jensen M.C., op. cit., s. 16.

³⁰ Wyjątkiem będzie tu sytuacja, w której mamy do czynienia z monopolem, który zawyża ceny, zmniejsza podaż i który nie musi być zainteresowany dobrymi kontaktami z otoczeniem lub sytuacja, w której przedsiębiorstwo nie ponosi żadnej odpowiedzialności za swoje działania i decyzje, np. te dotyczące sfery ekologii (zatrucie środowiska i nie ponoszenie kosztów z tym związanych).

³¹ Jest to podejście bardzo zbliżone do tego prezentowanego przez M.C. Jansena (por. Jensen M.C., op. cit.) pod nazwą „*enlightened stakeholder theory* – oświecona wartość dla interesariuszy. W przeciwieństwie jednak do niego, autor rozprawy pragnie w większym stopniu podkreślić wagę, znaczenie perspektywy właścicielskiej. Termin oświecona wartość dla akcjonariuszy, oświecony kapitalizm właścicielski można także spotkać u Cwynar A, Cwynar W., op. cit., s. 15.

³² Przedstawione poniżej definicje wartości oparto na pracy Michalski M., Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich, WIG Press, Warszawa 2001, s. 6-15 oraz Zarzecki D.,

- rzeczywistą wartość rynkową (*fair market value*),
- wartość rynkową (*market value*),
- wartość inwestycyjną (*investment value*),
- wartość wewnętrzną, fundamentalną, nieodłączną (*intrinsic value, fundamental value*),
- wartość godziwą.

Rzeczywista (rzetelna, sprawiedliwa) wartość rynkowa to cena, której w danym momencie kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a sprzedający byłby gotów zaakceptować, o ile walor zostałby wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku, zakładając, że zarówno kupujący, jak i sprzedający działają racjonalnie, są w posiadaniu wszelkich związanych z transakcją informacji oraz że żaden z nich nie działa pod przymusem. Wartość ta jest więc wartością chwilową, a zarazem swoistym konsensusem osiągniętym przez strony transakcji. Przyjmuje się, że strony te kierują się zwykłymi, uniwersalnymi dla przeciętnego inwestora kryteriami i przesłankami oraz że działają racjonalnie. Wartość ta jest natomiast obciążona bieżącymi warunkami rynkowymi, nastrojami panującymi na rynku, trendami czy stanami emocjonalnymi jego uczestników.

Tych ostatnich cech pozbawiona ma być wartość rynkowa, definiowana jako wartość odzwierciedlająca najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji, w sytuacji, gdy kupujący i sprzedający działają racjonalnie, bez specyficznych motywacji i na podstawie dostatecznych informacji. Wprowadzenie warunku dostatecznie konkurencyjnego i otwartego rynku eliminować ma wyżej wspomniane kwestie oraz związane z nimi wahania cen.

Przedstawione rozróżnienie wartości rynkowych ma w dużej mierze charakter teoretyczny, szczególnie jeśli chodzi o ostatni z przytoczonych powyżej standardów. W dalszej części pracy termin wartość rynkowa stosowany będzie w rozumieniu rzeczywistej wartości rynkowej, a więc tej, którą możemy zaobserwować bezpośrednio na rynku kapitałowym.

op. cit., s. 25-38, chyba że wskazano inaczej. W wyżej wymienionych pracach, a także m.in. w pracy Jaki A., op. cit., s. 21-27, można odnaleźć wiele innych rodzajów wartości, jak np. wartość w użyciu, wartość właściciela, wartość sprawiedliwa, wartość dla biznesu, wartość szacunkowa, wartość podatkowa, wartość zabezpieczenia, wartość wymienna, wartość użytkowa, wartość naturalna itd.

Wartość inwestycyjna (wartość relatywna³³) to z kolei wartość dla konkretnego, specyficznego kupującego lub sprzedającego, odpowiadająca jego indywidualnym preferencjom, motywom, kryteriom i wymogom inwestycyjnym. Wartość inwestycyjna koncentruje się zatem na konkretnym, indywidualnym inwestorze, a nie jak to miało miejsce poprzednio, na hipotetycznym, przeciętnym inwestorze. Odmienne spojrzenie uczestników rynku na ten sam walor może wynikać m.in. z różnic w oszacowaniu przyszłych dochodów, różnic w ocenie poziomu ryzyka, różnych planów strategicznych i operacyjnych związanych z nabywanym dobrem czy też różnych zasobów posiadanych przez potencjalnego nabywcę.

Jeśli chodzi o wartość wewnętrzną (nieodłączną, fundamentalną), to abstrahuje ona od punktu widzenia określonego inwestora czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym. Wartość ta wynika bezpośrednio z rzeczywistej zdolności wycenianego waloru do generowania dochodów, bazuje na jego charakterystykach wewnętrznych i potencjale do wzrostu. Podejście to uwzględnia kwestię posiadanych przez przedsiębiorstwo zasobów, tj. zarówno aktywów materialnych, jak i niematerialnych, kompetencji czy wiedzy, oraz efektywność ich wykorzystania. Wartość wewnętrzna jest więc wartością możliwie najbardziej uniwersalną, często nazywaną także wartością prawdziwą, realną czy rzeczywistą.

W literaturze można również spotkać odmienne definicje wartości wewnętrznej, sugerujące, że jest to wartość subiektywna, a nie obiektywna³⁴. Subiektywność należy jednak rozumieć nie tyle jako modyfikowanie działalności przedsiębiorstwa i przepływów z tym związanych w myśl założeń oraz strategii dokonującego wyceny, ale jako podkreślenie indywidualnego, jednostkowego charakteru określenia wartości spółki, przy danych ograniczeniach informacyjnych i percepcyjnych wyceniającego. W przypadku efektywnego rynku kapitałowego pozostającego w równowadze, a więc zgodności wycen wszystkich inwestorów, wartość wewnętrzna waloru powinna być równa jego wartości rynkowej³⁵.

³³ Wg grupy Strategor wartość ta obejmuje wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa oraz potencjalną zdolność do kreowania dochodu, która w znacznym stopniu uzależniona jest od przyszłych działań samego nabywcy. Por. Strategor, Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość, PWE, Warszawa 1999, s. 232.

³⁴ Por. Puławski M., Instrumenty finansowe rynku kapitałowego, MSM, Warszawa 1994, za: Jaworski T., Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Materiały dydaktyczne nr 48, Poznań 1999, s. 41.

³⁵ Możliwość tą wyklucza w swojej definicji T. Jaworski stwierdzając, że wartość wewnętrzna akcji „jest wyrazem jej nierynkowej wartości, determinowanej przez oczekiwane przez inwestora zaktualizowane przyszłe wyniki finansowe spółki na tę akcje przypadające.” (Jaworski T., op. cit., s.

Ostatnim z wymienionych powyżej rodzajów wartości jest wartość godziwa. Jest to pojęcie osadzone na gruncie rachunkowości. Za wartość godziwą przyjmuje się „kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca.”³⁶.

Podział wartości przedsiębiorstwa zbudować można także w oparciu o sposób jej postrzegania przez inwestorów i sfery w których się ona ujawnia. I tak wyróżnić można:

- wartość dochodową, ekonomiczną (*economic value*),
- wartość majątkową (*assets based value*).

Wartość dochodowa to suma zdyskontowanych sald przepływów między właścicielami a przedsiębiorstwem (na które składają się dywidendy, wkłady do kapitału zakładowego, dopłaty, pożyczki, zwroty wniesionego kapitału, dochody z likwidacji przedsiębiorstwa itd.) oraz innych zaktualizowanych dochodów inwestora związanych z posiadaniem akcji³⁷. Koncepcja wartości dochodowej, ekonomicznej koncentruje się zatem na bieżącej wartości przyszłych strumieni pieniężnych, bazuje na zdolności aktywów do generowania wolnych przepływów pieniężnych. Należy jednak pamiętać, aby nadmierne skupienie się na przepływach nie doprowadziło do sytuacji (np. jeśli brak jest dodatnich przepływów pieniężnych), w której walory danego podmiotu będą sprzedawane poniżej ich wartości likwidacyjnej. Przypadki takie miały już miejsce na rynku kapitałowym³⁸. Ważna jest bowiem także strona zasobowa przedsiębiorstwa³⁹.

41). Autor zdaje się przeczyć sam sobie, o ile bowiem jego teoria impulsu (szerzej w rozdziale I.2. Pojęcie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa) zakłada, że rynek pozostaje w nierównowadze, to ceny rynkowe oscylują w niej wokół wartości fundamentalnej, a więc także ją przecinają – są więc okresy (choć krótkie), kiedy obie te wartości są sobie równe.

³⁶ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591 z późn. zm., art. 28 ust. 6.

³⁷ Por. Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo PARK, Bielsko-Biała 1992, s. 18, 19.

³⁸ Por. Graham B., Dodd D.L., *Security analysis, sixth edition*, McGrawHill, 2009, s. 562, 563.

³⁹ W wyżej wymienionej sytuacji w interesie właścicieli byłoby raczej zlikwidowanie przedsiębiorstwa niż pozbywanie się akcji po zbyt niskiej cenie.

Odmienne, od dochodowej koncepcji, spojrzenie na kwestię wartości niesie ze sobą wartość majątkowa. Nie wiąże ona wartości przedsiębiorstwa z generowanymi przez nie przepływami, ale z wartością będących w jego posiadaniu aktywów netto (aktywa pomniejszone o zobowiązania)⁴⁰. Jest to podejście oparte w znacznej mierze na kosztach historycznych, oderwane od faktycznej efektywności wykorzystania majątku. Podejście to doczekało się wielu modyfikacji polegających między innymi na przybliżaniu wartości księgowych aktywów do ich wartości rynkowych, analizowaniu wartości odtworzeniowych aktywów (kryterium replikacji wg rodzaju; *reproduction value*) czy wartości zastąpienia aktywów (kryterium funkcjonalne; *replacement value*).

W przypadku zestawienia ze sobą wartości dochodowej i majątkowej przedsiębiorstwa mamy często do czynienia z tzw. wartością firmy (*goodwill*), definiowaną jako wartość reputacji, czyli nadwyżka wartości dochodowej przedsiębiorstwa nad wartością aktywów netto. Nadwyżka ta obrazuje zdolność aktywów do generowania ponadprzeciętnych zysków i związana jest najczęściej z posiadanymi przez przedsiębiorstwo aktywami niematerialnymi. Definicję wartości firmy odnaleźć można także w polskiej ustawie o rachunkowości. „Wartość firmy stanowi różnicę między ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto. Jeżeli cena nabycia jednostki lub zorganizowanej jej części jest niższa od wartości godziwej przejętych aktywów netto, to różnica stanowi ujemną wartość firmy.”⁴¹. W przypadku dodatniej różnicy, wartość ta wykazywana jest w bilansie po stronie aktywów w wartościach niematerialnych i prawnych, w przypadku ujemnej, w rozliczeniach międzyokresowych przychodów w pasywach⁴².

Wartość dochodowa przedsiębiorstwa bywa także uzupełniana o wartość opcji rzeczowych (*real options value*). Opcje te zdefiniować można jako prawo ich posiadacza do podjęcia w ustalonym momencie określonego działania, dotyczącego aktywów niefinansowych i źródeł ich finansowania⁴³. Pomimo że przeszłość przedsiębiorstwa

⁴⁰ Należy zaznaczyć, że w literaturze można spotkać także i inne metody wyznaczania wartości księgowej. B. Graham i D.L. Dodd sugerują np., aby przy obliczaniu aktywów netto pomniejszać je także o wartości niematerialne, a nawet liczyć bardziej zawężone kategorie wartości księgowych, jakimi są: wartość aktywów obrotowych netto (*current-asset value*) czy wartość aktywów pieniężnych netto (*cash-asset value*). Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 548-554.

⁴¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, wyd. cyt., art. 33 ust. 4.

⁴² W rozprawie dokonuje się rozróżnienia między wartością przedsiębiorstwa a wartością firmy, traktując tę ostatnią zgodnie z przytoczoną powyżej definicją wg ustawy o rachunkowości.

⁴³ Por. Mizerka J., Opcje rzeczywiste w finansowej ocenie efektywności inwestycji, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2005, s. 62.

obarczona jest dużą dozą niepewności, otwiera ona także przed nim nowe możliwości. Kierownictwo może aktywnie reagować na zmiany w otoczeniu, a możliwość ta ma swoją wartość. Należy przy tym zaznaczyć, że często mamy do czynienia ze wzajemnym przenikaniem się opcji. Wśród głównych rodzajów opcji rzeczowych wymienić można⁴⁴:

- opcje rozwoju (wzrostu), gdy przedsiębiorstwo posiada możliwość rozwinięcia działalności, jeśli okaże się to opłacalne,
- opcje wyjścia (rezygnacji), umożliwiające wycofanie się z działalności,
- opcje dopasowania czasowego (inwestowania, opóźnienia), umożliwiające dokonanie inwestycji lub rozpoczęcie prowadzenia danej działalności w optymalnym terminie (przyspieszenie lub opóźnienie),
- opcje etapowania, umożliwiające ponoszenie nakładów etapowo, przy czym decyzja o dalszej alokacji zasobów może być odłożona w czasie do momentu określenia faktycznej atrakcyjności przedsięwzięcia,
- opcje elastyczności operacyjnej, umożliwiające podejmowanie elastycznych działań operacyjnych polegających m.in. na okresowym ograniczaniu lub wstrzymywaniu działalności, zwiększaniu lub zmniejszaniu jej skali, lub też rozszerzaniu czy ograniczaniu zakresu sektorowego działalności,
- opcje przełączania, umożliwiające zmianę dotychczasowych czynników produkcji, technologii w celu dostosowania się do warunków na rynku.

Wartość przedsiębiorstwa należy rozpatrywać także przez pryzmat horyzontu czasowego funkcjonowania podmiotu. Z tego punktu widzenia wyróżnić można:

- wartość kontynuacyjną (*going concern value*),
- wartość likwidacyjną (*liquidation value*).

Wartość oparta na kontynuacji odzwierciedla wartość materialnych i niematerialnych aktywów przedsiębiorstwa oraz jego zdolność do generowania wolnych przepływów pieniężnych w przyszłości, przy założeniu dalszego funkcjonowania w zbliżonym do obecnego zakresie. Mówi się tu często o tzw. wartości rezydualnej (*residual value*), a więc wartości przepływów po okresie szczegółowej prognozy, przy założeniu kontynuacji działalności przez przedsiębiorstwo⁴⁵.

⁴⁴ Por. Michalski M., op. cit., s. 40 i 41 oraz Mizerka J., op. cit., s. 62-72.

⁴⁵ Wartość rezydualna (ang. *residual* – pozostały), może być także rozumiana jako wartość pozostająca po pokryciu niezbędnych kosztów, wydatków – por. np. koncepcja zysku rezydualnego, czystego (*residual income*) A. Marshalla. Jest to zysk uwzględniający koszty całego zaangażowanego kapitału, zarówno własnego, jak i obcego.

Wartość likwidacyjna jest to natomiast wartość majątku przedsiębiorstwa wyznaczona w warunkach dobrowolnej likwidacji lub przymusowej likwidacji (upadłości). Wyznacza ona minimalną cenę sprzedaży przedsiębiorstwa opartą o wpływy i wydatki związane z upłynieniem składników majątku. Jest to wartość środków, które pozostaną do dyspozycji właścicieli po zakończeniu procesu likwidacji. Oczywiście wartość ta w przypadku upadłości będzie dużo niższa w porównaniu do likwidacji dobrowolnej, często równa zero.

Należy zaznaczyć, że sposoby odbierania wartości przez inwestora, jego horyzont inwestycyjny i charakterystyka (inwestor mniejszościowy, większościowy itd.) determinować będą poziom postrzeganej przez niego wartości przedsiębiorstwa oraz sposoby analizy i obszary poszukiwań czynników tworzących tę wartość.

I tak np. inwestor ukierunkowany na wartość dochodową przedsiębiorstwa skupi się na analizie przyszłych wolnych przepływów pieniężnych, uwzględni efektywność wykorzystania majątku, możliwości rozwojowe, sposób organizacji, zarządzania w przedsiębiorstwie, efekty synergii, stan i wpływ czynników z wnętrza oraz otoczenia rynkowego na działalność podmiotu. Jego szacunki obarczone będą pewną dozą subiektywizmu, dyspersja uzyskanych wyników wśród inwestorów może być znaczna, a do rozwiązania jest wiele problemów związanych z koniecznością oszacowania stopy dyskontowej i poziomu ryzyka w długim okresie, dużą złożonością i pracochłonnością prac oraz niepewnością co do kształtowania się zmiennych w przyszłości.

Inwestor ukierunkowany na majątkowy aspekt wartości przedsiębiorstwa ma prostszą i bardziej pewną drogę do jej określenia. Swoje zainteresowanie skupi na analizie aktywów posiadanych przez przedsiębiorstwo, porównaniu wartości księgowych wykazanych w bilansie z ich odpowiednikami rynkowymi, możliwości upłynienia środków itp. Podejście to nie będzie jednak brało pod uwagę związków między wartością posiadanych aktywów a ich zdolnością do generowania dochodu. Pominiętych zostanie też wiele czynników niematerialnych, nieodzwierciedlonych w bilansie i nie mających postaci materialnej, np. wartość reputacji, kapitał intelektualny itp.

Różnice w postrzeganiu wartości oraz w obszarach analizy w przypadku inwestora długoterminowego i krótkoterminowego przedstawione zostały w tabeli 1.2.

Tabela 1.2

Rodzaje inwestorów i ich obszary poszukiwań czynników tworzących wartość

Rodzaj inwestora i jego cel	Narzędzia, wskaźniki	Obszar badań
Inwestor długoterminowy, fundamentalny ukierunkowany na wypłatę dywidendy, zyski kapitałowe w średnim i długim okresie (<i>value investor</i>)	Analiza fundamentalna, siła dochodowa i wzrost przedsiębiorstwa, analiza posiadanych przez przedsiębiorstwo zasobów	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rynek produktu i sektor: wielkość rynku, jego wzrost, występujące trendy rozwoju sektora i ich wpływ na rynek produktu, zmienność produktów i sektora 2. Konkurencja i pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa: udział przedsiębiorstwa w rynku, natężenie konkurencji, wysokość marż, funkcjonowanie marketingu, marka 3. Innowacje i rozwój produktu: wykorzystywany potencjał innowacyjny przedsiębiorstwa i jego relacja do konkurentów w sektorze 4. Posiadane aktywa i kompetencje 5. Dywersyfikacja i zarządzanie wiedzą: portfolio przedsiębiorstwa, możliwości tworzone przez kapitał wiedzy 6. Rezerwy finansowe i zarządzanie ryzykiem: źródła finansowania, zarządzanie finansami i zarządzanie ryzykiem, wrażliwość na zmiany kursu walut, stóp procentowych, cen surowców i materiałów, cen produktów, wielkości sprzedaży i poziomu kosztu 7. Organizacja: efektywność zarządzania, biurokracja, współpraca poszczególnych obszarów, pracownicy, system motywacyjny, corporate governance, zarząd 8. Warunki prowadzenia działalności tworzone przez państwo: polityka podatkowa i zasady jej kształtowania, subwencje, infrastruktura i służba publiczna, stabilność i ewentualne ryzyko kraju, poziom swobody gospodarczej 9. Inne uwarunkowania makrootoczenia: koniunktura gospodarcza, trendy społeczne, demograficzne, uwarunkowania międzynarodowe, ekologiczne itp.
Inwestor krótkoterminowy, spekulant zainteresowany krótkookresową prognozą kursu akcji	Analiza techniczna, nastrój na rynku, polityka pieniężna, zapowiedzi, określenie poziomu kupna-sprzedaży w nawiązaniu do rynku, wartości historycznych	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kurs akcji i jego trend w relacji do innych walorów z sektora lub całego rynku, płynności akcji, wolumen obrotów 2. Nastroje panujące na rynku, mody 3. Oczekiwania wobec następujących czynników: stopy procentowej, inflacji, kursów walutowych, innych zdarzeń dotyczących walorów (gra pod zmianę – wzrost lub spadek) 4. Zapowiedzi odnośnie walnego zgromadzenia akcjonariuszy, okresowej prezentacji wyników, postrzeganie przedsiębiorstwa przez media

Źródło: opracowanie własne na podstawie Skoczyła W., Value reporting jako generator wartości przedsiębiorstwa, w: Hamrol M. (red.), Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem, KAFiS AE w Poznaniu, Poznań 2005, s. 305 i 306.

Podsumowując powyższe rozważania, za najbardziej użyteczną dla celów niniejszej rozprawy należy uznać wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa⁴⁶. Wartość ta jest bowiem funkcją rzeczywistej zdolności wycenianego podmiotu do generowania dochodów (akcentuje więc podejście dochodowe) oraz bazuje na jego charakterystykach wewnętrznych i potencjale do wzrostu (uwzględnia zatem posiadane przez przedsiębiorstwo zasoby, kompetencje). Dodatkowo przedstawia możliwie uniwersalne i wolne od wpływu specyficznego inwestora czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym podejście w wyznaczaniu wartości. Wartość ta leży także u podstaw analizy fundamentalnej.

W następnym podrozdziale przedstawiono definicję oraz główne założenia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

1.2. Pojęcie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Genezy powstania pojęcia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa upatrywać należy w analizie fundamentalnej, tj. wszechstronnej analizie makro- oraz mikrootoczenia połączonej z analizą wnętrza wybranej spółki, mającej na celu wycenę przedmiotu analizy i sformułowanie rekomendacji inwestycyjnej⁴⁷. Jako horyzont czasowy przyjmowany jest na ogół okres średnio i długoterminowy, przy czym nie jest on jednoznacznie sprecyzowany.

Analiza fundamentalna umożliwia monitorowanie i klasyfikowanie aktywów pod względem ich jakości inwestycyjnej i możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu⁴⁸. Celem analizy fundamentalnej jest określenie prawdziwej, wewnętrznej (nieodłącznej) wartości waloru, by w wypadku jej odbiegania od ceny rynkowej (a więc niedowartościowania lub przewartościowania) wykorzystać tę wiedzę i podjąć decyzję o kupnie lub sprzedaży danego aktywa⁴⁹. Występowanie różnicy między wewnętrzną wartością akcji a jej ceną rynkową jest więc dla inwestora sygnałem do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Kupowanie po cenach niższych od

⁴⁶ Jeśli mowa jest w pracy o wartości, to domyślnie zakłada się (chyba że zaznaczono inaczej), że chodzi o wartość wewnętrzną, fundamentalną przedsiębiorstwa.

⁴⁷ W zależności od kierunku analizy (makrootoczenie -> mikrootoczenie -> spółka lub na odwrót) wyróżnić można dwa podejścia w analizie fundamentalnej: *EIC framework* (*economy, industry, company*), tzw. podejście *top-down* oraz *CIE framework* (*company, industry, economy*), tzw. podejście *bottom-up*.

⁴⁸ Por. Ritchie J.C., *Analiza fundamentalna*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 19 i 31.

⁴⁹ Por. Kowalczyk A., *Analiza fundamentalna w analizie papierów wartościowych*, MSM, Warszawa 1994, za: Jaworski, op. cit., s. 107.

wartości wewnętrznej stanowi dla inwestora margines bezpieczeństwa (*margin of safety*⁵⁰). Analiza fundamentalna nie wyklucza możliwości kupna waloru w sytuacji, gdy jego cena równa się wartości wewnętrznej. W takim przypadku inwestor nie powinien jednak oczekiwać uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Z drugiej strony warto pamiętać, że nawet za bardzo dobrą spółkę nie warto przepłacać.

Analizę fundamentalną cechuje optymizm poznawczy, przekonanie o możliwości poznania mechanizmów i czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa⁵¹. Takie podejście bywa często krytykowane ze względu na istnienie nieskończonej liczby czynników, które mogą oddziaływać na wartość przedsiębiorstwa oraz percepcyjne ograniczenia analityków, inwestorów. Krytycy analizy fundamentalnej wymieniają także wśród jej słabych stron obawy co do wiarygodności, jakości i aktualności wykorzystywanych danych, trudności w przypisaniu właściwej wagi poszczególnym czynnikom, kompetencje analityków, ograniczoną czasowo ważność prognoz i rekomendacji, nadmierną wiarę w to, że rynek dostrzeże wartość wewnętrzną, niemożliwy do uchwycenia wpływ zdarzeń losowych, incydentalnych oraz brak wskazań co do czasu kupna/sprzedaży⁵².

Wyżej wymienione kwestie nie przekreślają jednak wg autora rozprawy użyteczności analizy fundamentalnej w procesie inwestycyjnym. Pomimo iż nie da się przeanalizować wpływu wszystkich czynników na wartość fundamentalną przedsiębiorstwa, a nasza percepcja podlega ograniczeniom, nie oznacza to, że analiza taka jest bezcelowa i powinno się jej zaniechać. Już bowiem sam proces analizy, logicznego rozbioru pogłębia naszą wiedzę w zakresie sytuacji przedsiębiorstwa, a co za tym idzie zmniejsza nasz niepokój i dostarcza merytorycznych przesłanek do podjęcia decyzji.

Myśl o precyzyjnym określeniu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa nie powinna paraliżować działań inwestorów. Jak stwierdza J.C. Ritchie: „należy zdawać sobie sprawę, że w warunkach niepewności szacunki wartości wewnętrznych nigdy nie są stuprocentowo precyzyjne. Stanowią one tylko punkt

⁵⁰ Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 372-375.

⁵¹ Por. Hamrol M., Analiza fundamentalna. Oczekiwania i możliwości, w: Duraj J. (red.), Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 6.

⁵² Por. Costa N.A., The problems with fundamental analysis, *The Economist*, August 19th, 2000.

odniesienia, względem którego ocenia się aktualne ceny w świetle oczekiwanych przyszłych warunków gospodarczych oraz innych wydarzeń.”⁵³. Inwestorzy poruszają się raczej w pewnych przedziałach wartości niż poszukują tej jednej konkretnej⁵⁴.

Również moment kupna/sprzedazy nie powinien odgrywać tak dużej roli, jaka jest mu przypisywana przez niektórych inwestorów. Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd⁵⁵ zamiast mówić o kupowaniu, sprzedawaniu czegoś w odpowiednim czasie (tzw. metoda określania czasu), lepiej mówić o kupowaniu, sprzedawaniu czegoś po właściwej cenie (metoda określania ceny). Właściwe zastosowanie koncepcji inwestowania opartej na analizie fundamentalnej powinno bowiem zapewnić inwestorowi ochronę przed niespodziewanymi zdarzeniami. Rolę bufora pełni tu wspomniany już wcześniej margines bezpieczeństwa (ujemna różnica między zapłaconą ceną a wartością wewnętrzną waloru). Jeśli nawet więc inwestycja okaże się mniej atrakcyjna, powinna nadal zapewnić inwestorowi satysfakcjonujący dochód⁵⁶.

Podstawą wnioskowania w ramach analizy fundamentalnej jest przekonanie o istnieniu silnych związków przyczynowo-skutkowych pomiędzy sytuacją ekonomiczną spółki a ceną jej akcji. Ta pierwsza ma swoje źródło w uwarunkowaniach wewnętrznych, jak i zewnętrznych działalności przedsiębiorstwa (są one zmienne, w związku z czym zmianie ulega także wartość wewnętrzna), ta druga (cena rynkowa) powinna możliwie najpełniej odzwierciedlać zmiany wartości wewnętrznej. Reakcja cen rynkowych powinna być szybka i adekwatna, bez późniejszych korekt spowodowanych początkową przesadną lub zbyt małą zmianą wartości waloru.

Stopień, adekwatność oraz szybkość, z jaką rynek kapitałowy uwzględnia informacje i zmiany wartości wewnętrznej w cenach akcji, uzależnione są od jego efektywności.

⁵³ Ritchie J.C., op. cit., s. 32.

⁵⁴ Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 48 i 66. Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd, bardzo możliwe, że uda nam się ocenić czy kobieta jest wystarczająco dorosła, aby móc głosować, pomimo że nie znamy jej wieku, czy też, że dany mężczyzna jest cięższy niż być powinien, bez poznania jego dokładnej wagi.

⁵⁵ Por. Graham B., Dodd D.L., tamże, s. 34, 35 oraz Graham B., *Inteligentny inwestor*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2007, s. 179-182.

⁵⁶ Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 703 i 704.

Analizując efektywność rynków finansowych dokonuje się często zbytniego uproszczenia, ograniczając tę kwestię wyłącznie do efektywności rynków giełdowych⁵⁷. To im bowiem w przeważającej mierze poświęcone są badania. Choć przedstawione poniżej rodzaje efektywności i przykłady dotyczą w dużej części rynku giełdowego, to czyniona refleksja ma charakter bardziej ogólny. Z punktu widzenia całej gospodarki i procesów w niej zachodzących (w tym właściwej wyceny przedsiębiorstw i alokacji kapitału) istotne jest, aby decyzje podejmowane przez uczestników szeroko pojętego rynku, a także mechanizmy na nim funkcjonujące, charakteryzowały się możliwie dużą efektywnością niezależnie od miejsca, na jakim transakcje są zawierane (rynek publiczny, giełdowy czy prywatny) i jakiego horyzontu inwestycyjnego dotyczą. Pomimo bardzo dużego zainteresowania inwestorów, analityków, mediów etc. giełdą i notowanymi na niej spółkami, stanowi ona tylko pewien niewielki wycinek rzeczywistości gospodarczej, rynku finansowego, w porównaniu do sfery aktywności pozagiełdowej.

Wyróżnić można trzy rodzaje efektywności⁵⁸: efektywność alokacyjną, transakcyjną (operacyjną) i informacyjną. Z punktu widzenia przedmiotu i celu rozprawy szczególnie istotna jest ta ostatnia. Według E. Fama⁵⁹ rynek efektywny w ujęciu informacyjnym to taki, na którym ceny papierów wartościowych zawsze w pełni odzwierciedlają dostępne informacje.

E. Fama wyróżnia trzy formy efektywności rynku⁶⁰:

- efektywność słaba (*weak form*), w której ceny walorów uwzględniają wszelkie informacje zawarte w notowaniach historycznych (nie powinna zatem istnieć możliwość przewidywania przyszłych cen papierów wartościowych za pomocą analizy cen danego waloru w przeszłości, wykorzystaniu analizy technicznej),

⁵⁷ Dzieje się tak, ponieważ rynek giełdowy posiada charakterystyki, które sprzyjają osiągnięciu efektywności informacyjnej. Zaliczyć do nich można: występowanie dużej liczby profesjonalnych uczestników, homogeniczność produktów (co umożliwia porównania oraz ogranicza wpływ indywidualnych gustów i preferencji), sposób organizacji rynku (regulacje, obowiązki informacyjne itp.) oraz losowy napływ nowych wiadomości. Por. Szyszka A., *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2003, s. 17 i 18.

⁵⁸ Więcej informacji na ten temat można znaleźć w: Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 14.

⁵⁹ Por. Fama E.F., *Efficient capital market: a review of theory and empirical work*, *The Journal of Finance*, Vol. 25, Issue 2, May 1970, s. 383.

⁶⁰ Por. Fama E.F., tamże, s. 383, 388 oraz Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*. Obszerny podręcznik analizy portfelowej, WIG Press, Warszawa 1996, s. 714-733.

- efektywność średnia (*semi-strong form*), w której ceny walorów dostosowują się do wszelkich publicznie dostępnych informacji (nie powinno być zatem możliwe uzyskiwanie ponadnormalnych stóp zwrotu w długim okresie w oparciu o analizę publicznie dostępnych informacji, wykorzystanie analizy fundamentalnej),
- efektywność silna (*strong form, EMH – the efficient market hypothesis*), w której ceny walorów uwzględniają wszelkie informacje, zarówno te publicznie dostępne, jak i prywatne (żaden z graczy, nawet posiadając informacje poufne, insider trading, nie powinien uzyskiwać w długim okresie ponadnormalnej stopy zwrotu).

Szczególnie ostatnia forma efektywności budzi wiele kontrowersji. Oznacza bowiem, że⁶¹:

- ceny papierów wartościowych powinny reagować bezzwłocznie i adekwatnie na nowe informacje,
- zmiany cen papierów wartościowych powinny mieć charakter losowy (zmiana ceny w danym dniu nie powinna mieć związku ze zmianą ceny w dniu poprzednim czy innym dniu w przeszłości),
- na rynku efektywnym nie powinno być inwestycji generujących ponadprzeciętne stopy zwrotu – walory są zawsze właściwie wycenione, nie ma aktywów przewartościowanych, niedowartościowanych,
- oddzielenie inwestorów lepiej i gorzej poinformowanych nie prowadzi do określenia różnic w dochodowości dokonywanych przez nich inwestycji (rozbieżność zysków realizowanych przez obie powyższe grupy powinna mieć charakter losowy i nie powinna być istotna, tj. nie powinna być wywołana jakimś systematycznym czynnikiem, np. zdolnością do wyszukiwania nowych informacji).

Hipoteza E. Famy o efektywności rynku kapitałowego bazuje także na trzech założeniach, które są trudne do spełnienia w rzeczywistości, a mianowicie że⁶²:

- inwestorzy dokonują racjonalnej wyceny walorów i dążą do maksymalizacji zysków (jak wiemy racjonalność ludzka bywa ograniczona, każdy popełnia błędy, a nasza percepcja faktów jest często niepełna, inwestorzy poddają się także emocjom),

⁶¹ Por. Haugen R.A., *Teoria...*, wyd. cyt., s. 724.

⁶² Por. Szyszka A., *Efektywność...*, wyd. cyt., s. 15 i 16.

- jeżeli część z inwestorów okaże się irracjonalna, to ich indywidualne działania będą miały charakter losowy i wzajemnie się zniosą nie wpływając na ceny (założenie to nie bierze pod uwagę zachowań grupowych, efektów naśladownictwa itd. obserwowanych na rynku),
- jeśli nawet inwestorzy zachowują się w sposób nieracjonalny w pewnych granicach, co mogłoby mieć wpływ na ceny walorów, to natrafią oni na inwestorów racjonalnych, którzy wykorzystując arbitraż wyeliminują ten wpływ (ważną kwestią w tym przypadku staje się czas, w jakim nastąpi wspomniana korekta, a więc długość trwania odchylenia ceny rynkowej od wartości wewnętrznej oraz fakt, że możliwości zastosowania arbitrażu mogą być ograniczone, np. z powodu zbyt dużych kosztów).

Jak zaznacza sam E. Fama⁶³ hipoteza rynku efektywnego jest hipotezą skrajną i trudno spodziewać się, że będzie spełniona w sensie dosłownym. Podział na trzy formy efektywności ma raczej służyć określeniu poziomu informacji przy którym hipoteza ta załamuje się. E. Fama dodaje także, że nie ma jednak istotnych dowodów na to aby odrzucić hipotezę o słabej i średniej efektywności rynku, a argumenty za odrzuceniem efektywności silnej są ograniczone.

W literaturze można znaleźć wiele badań potwierdzających i obalających wyżej wymienione formy efektywności⁶⁴, a dowody empiryczne w postaci realizowanych z sukcesem inwestycji przy wykorzystaniu analizy technicznej i fundamentalnej zdają się świadczyć o tym, iż nie można mówić o czystych i stabilnych w czasie formach efektywności.

E. Fama sformułował także trzy warunki wystarczające do efektywności rynku, tj.⁶⁵:

- brak kosztów transakcyjnych,
- powszechny i bezpłatny dostęp do informacji,
- zgodność wszystkich uczestników co do wpływu nowych informacji na cenę walorów.

⁶³ Por. Fama E.F., *Efficient capital market: a review...*, wyd. cyt., s. 388.

⁶⁴ Por. badania za i przeciw efektywności rynku np.: por. tamże, Fama E.F., *Efficient capital markets: II*, *The Journal of Finance*, Vol. 46, Issue 5, December 1991, Szyszka A., *Efektywność...*, wyd. cyt., Haugen R.A., *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999, Malkiel B.G., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, CEPS Working Paper No. 91, April 2003.

⁶⁵ Por. Fama E.F., *Efficient capital market: a review...*, wyd. cyt., s. 387.

Jak pokazuje praktyka gospodarcza, warunki te są trudne do spełnienia. Inwestorzy muszą bowiem ponosić koszty transakcyjne, a także wydatki związane z pozyskiwaniem danych. Informacja stała się w dzisiejszych czasach szczególnie cennym dobrem, o które, tak jak i o inne zasoby, trwa walka. Najnowsze informacje są obiektem nieustannych poszukiwań (istnieją wyspecjalizowane serwisy i bazy danych udostępniające odpłatnie informacje), a ich szerokie upublicznienie następuje na ogół po pewnym czasie. Jednak nawet korzystanie z publicznie dostępnych informacji wiąże się nierzadko z wydatkami ze strony uczestników rynku – koszty zakupu gazet, opłaty za korzystanie z internetu itp. Zasada bezpłatnej informacji nie jest także realizowana po stronie przedsiębiorstw czy innych instytucji, które ponoszą koszty publikacji danych. Również trzeci warunek rzadko jest spełniony w praktyce. Informacja bywa bowiem często niejednakowo interpretowana przez uczestników rynku⁶⁶, co powoduje zróżnicowanie podejmowanych decyzji. Informacje nie docierają także do wszystkich zainteresowanych stron w tym samym czasie, a poszczególni inwestorzy potrzebują różnej ilości czasu na analizę i podjęcie stosownych decyzji⁶⁷. Nie wszyscy inwestorzy potrafią też należycie oszacować prawdopodobieństwo przyszłych zdarzeń czy ocenić dane prognostyczne.

Część informacji nie jest także ujawnianych przez przedsiębiorstwa, a próby ich antycypowania przez inwestorów prowadzą często (szczególnie w konfrontacji z późniejszymi danymi ze spółek) do nieadekwatnych reakcji rynków. Bardziej uzasadnione jest zatem mówienie o efektywności w kontekście szybkości i adekwatności reakcji w obrębie danego zbioru informacji niż tego potencjalnego i pełnego.

Definicję efektywności informacyjnej uwzględniającą powyższą kwestię zaprezentował B. Malkiel⁶⁸. Stwierdził on, że rynek efektywny to taki, który odzwierciedla w cenach walorów w pełni i prawidłowo odpowiednią informację. Formalnie, rynek jest efektywny w odniesieniu do zbioru informacji, jeżeli ceny

⁶⁶ Więcej na temat ograniczeń percepcji inwestorów w procesie przetwarzania informacji znaleźć można w: Libby R., Bloomfield R., Nelson M., Experimental research in financing accounting, artykuł na konferencję "Accounting, Organizations and Society", February 23, 2001 oraz Hirshleifer D., Teoh S.H., Limited attention, information disclosure, and financial reporting, artykuł na konferencję "Journal of Accounting and Economics", December 20, 2002.

⁶⁷ Por. Andrzejewski M., Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe, PWN, Warszawa 2002, s. 16.

⁶⁸ Por. Malkiel B.G., Efficient market hypothesis, New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Macmillan, London 1992, za: Gurgul H., op. cit., s. 18.

walorów nie zmieniają się, gdy informacja z tego zbioru zostanie dostarczona wszystkim uczestnikom. Oznacza to ponadto, że osiągnięcie zysków tylko na podstawie informacji z tego zbioru nie jest możliwe.

Z kolei J. Tobin dokonuje rozróżnienia między efektywnością informacyjną i efektywnością fundamentalną⁶⁹. Według tej pierwszej, rynek jest efektywny, jeśli wszystkie dostępne publicznie informacje są uwzględnione w cenie rynkowej, bez względu na ich jakość (czyli także informacje nieistotne z punktu widzenia wartości wewnętrznej)⁷⁰. Efektywność fundamentalna (*fundamental efficiency*) jest pojęciem węższym i oznacza sytuację, w której ceny rynkowe odzwierciedlają wyłącznie informacje dotyczące wartości fundamentalnej aktywów, tym samym cena rynkowa jest jej właściwym przybliżeniem.

Należy podkreślić, że ceny rynkowe nie zawsze muszą odpowiadać wartościom wewnętrznym, te ostatnie nie są bowiem w świecie niepewności dokładnie znane, powinny być jednak ich dobrym przybliżeniem⁷¹. Definicję efektywności rynku wpisującą się w tę refleksję przedstawił F. Black. Stwierdził on, że rynek jest efektywny, jeżeli skala tych odchyłeń, jak i okres, w którym są obserwowane zanim zostaną skorygowane, nie są zbyt duże⁷².

W rzeczywistości trudno zakładać istnienie efektywności fundamentalnej w jej czystej postaci. Jak wskazują bowiem B. Graham i D.L. Dodd istnieje bardzo duża liczba zróżnicowanych pod względem merytorycznym czynników wpływających na cenę rynkową aktywów i jej kształtowanie się w stosunku do wartości wewnętrznej.

Czynniki te przedstawione zostały na rysunku 1.1.

⁶⁹ Por. Cunningham L.A., From random walks to chaotic crashes: The linear genealogy of the efficient capital market hypothesis, Research paper No. 2000-7, November 13, 2000, s. 10.

⁷⁰ Por. także: teoria szumu inwestycyjnego (*noise theory*), która zakłada, że część decyzji inwestycyjnych podejmowanych na rynku kapitałowym bazuje na informacjach nie związanych z wartością wewnętrzną aktywów. Szerzej np. w: tamże.

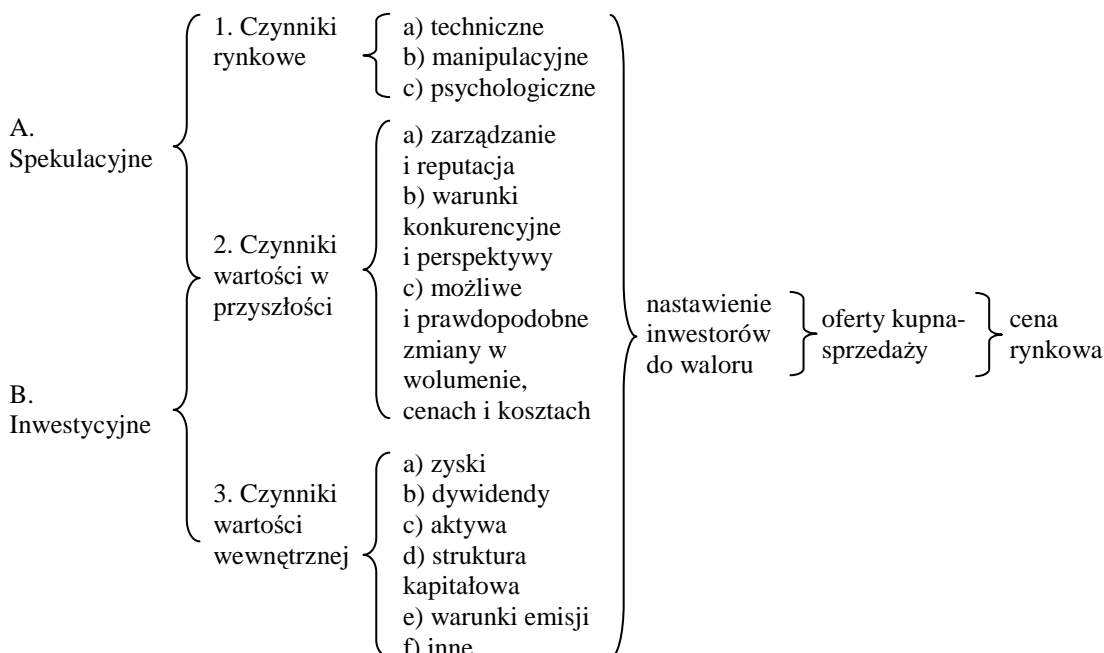
⁷¹ Por. Fama E.F., The behavior of stock-market prices, Journal of Business, Vol. 38, No. 1, January 1965, s. 36.

⁷² Jako dopuszczalne odchylenia F. Black przyjął arbitralnie (co sam podkreśla), sytuację w której cena rynkowa jest większa niż połowa wartości wewnętrznej i mniejsza niż jej dwukrotność. F. Black sam konkluduje, że patrząc przez pryzmat tej definicji prawie wszystkie rynki są efektywne niemalże przez cały czas – „prawie wszystkie”, tzn. przynajmniej 90%. Por. Black F., Noise, The Journal of Finance, Vol. XLI, No. 3, July 1986, s. 532-534.

Porównanie czynników tworzących wartość wewnętrzną i wartość rynkową akcji

I. Ogólne czynniki rynkowe

II. Czynniki indywidualne



Źródło: Por. Graham B., Dodd D.L., Security analysis, sixth edition, McGrawHill, 2009, s. 71.

Czynniki wpływające na cenę rynkową akcji można ująć w dwie główne grupy: ogólne czynniki rynkowe oraz czynniki indywidualne. Te ostatnie podzielić można na czynniki spekulacyjne, zawierające czynniki rynkowe (techniczne, manipulacyjne i psychologiczne) i część czynników prognostycznych (ze względu na ich niepewny charakter⁷³) oraz czynniki inwestycyjne, odnoszące się do wartości wewnętrznej aktywów, w tym do kształtowania się jej w przyszłości. Na to wszystko nakłada się jeszcze nastawienie inwestorów dotyczące danego waloru oraz stosunek podaży do popytu.

Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd rynku nie należy traktować jako wagę, na której mierzy się precyzyjnie i obiektywnie wartość każdego waloru z punktu widzenia jego specyficznych charakterystyk, ale raczej jako maszynę do głosowania, w której niezliczona ilość inwestorów rejestruje swoje głosy, oddane częściowo w oparciu o racjonalne przesłanki, a częściowo o emocje⁷⁴.

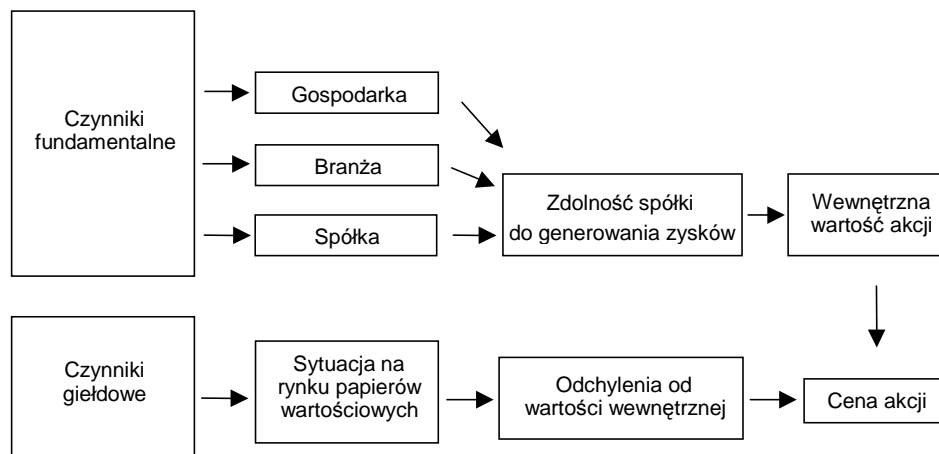
⁷³ B. Graham i D.L. Dodd uważają, że inwestycja, czynniki inwestycyjne muszą charakteryzować się wysokim stopniem bezpieczeństwa, inaczej stają się spekulacją. Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 106. W analizowaniu przyszłości powinniśmy być bardziej dociekliwi niż przepowiadający. Wyceniając spółkę oszacowujemy co prawda jej przyszłość, ale chodzi o to, aby nasze analizy były oparte możliwie najszerszej na faktach, a nie oczekiwaniach (Por. tamże, s. 482). Podobne opinie prezentuje także R.A. Haugen, por. Haugen R.A., Nowa..., wyd. cyt., s. 32 i 41-46.

⁷⁴ Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 70.

Podobną konkluzję przedstawia także T. Jaworski wyróżniając wśród czynników kształtujących cenę rynkową akcji czynniki fundamentalne oraz rynkowe, będące źródłem odchylenia ceny rynkowej od wartości wewnętrznej, co ilustruje rysunek 1.2.

Rysunek 1.2

Czynniki wpływające na bieżącą cenę akcji

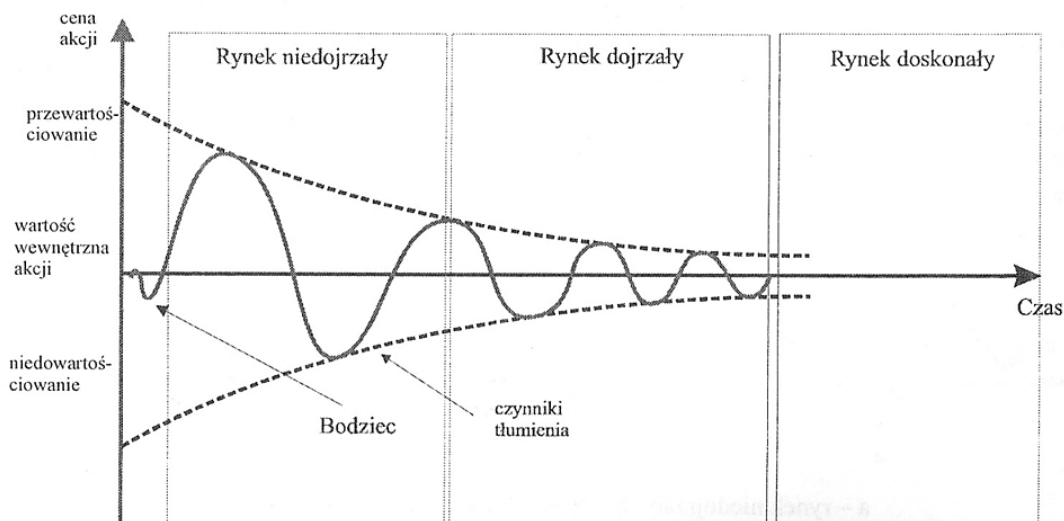


Źródło: Por. Jaworski T, Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 1999, s. 117.

T. Jaworski stworzył na tej bazie teorię impulsu (behawioralną teorię ewolucji rynków kapitałowych), zgodnie z którą cena rynkowa akcji oscyluje wokół wartości wewnętrznej, tj. występuje dynamiczne przemieszczanie się cen pomiędzy stanami niedowartościowania i przewartościowania, co zostało zobrazowane na rysunku 1.3.

Rysunek 1.3

Teoria impulsu



Źródło: Jaworski T, Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 1999, s. 146.

Ze względu na dynamikę tych procesów oraz wielkość wynikających z nich odchyleń cen rynkowych od wartości wewnętrznej wyróżnione zostały trzy rodzaje rynków, tj.⁷⁵: rynek niedojrzały, stan osiągany najczęściej w sytuacji dużej niestabilności gospodarki, parametrów ją opisujących i spekulacyjnego nastawienia inwestorów, rynek dojrzały, na którym obserwuje się niewielki zakres oscylacji oraz rynek doskonały, twór teoretyczny⁷⁶, który pozostaje w równowadze i nie wykazuje odchyleń. Istota rozwoju rynków sprowadza się zatem do wygaszania amplitudy wahań⁷⁷ oraz rosnącego znaczenia czynników fundamentalnych jako podstawowego sygnału, impulsu inwestycyjnego.

Teoria impulsu, w porównaniu do EMH, oprócz wprowadzenia innego podziału rynków, nie zakłada także losowego charakteru zmian cen akcji oraz podkreśla, że w rzeczywistości rynki nie mogą osiągnąć stanu pełnej równowagi, co dopuszcza możliwość stosowania wszystkich metod analizy papierów wartościowych w celu uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu⁷⁸. Jednym z założeń tej teorii jest także przyjęcie subiektywizmu wycen dokonywanych przez poszczególnych inwestorów⁷⁹.

Kwestię odchyleń cen rynkowych od wartości wewnętrznej badał także D. Cassidy. Wyróżnił on dwa modele kształtowania się cen rynkowych (por. rys. 1.4 i 1.5).

W przypadku pierwszego modelu, ceny rynkowe oscylują wokół wartości fundamentalnej (dla uproszczenia przyjęto jej wzrostowy trend), a odchylenia wywołane są czynnikami emocjonalnymi, zmiennymi fazami optymizmu i pesymizmu inwestorów. Drugi model przedstawia oscylację cen wokół trendu wywołanego modą. W takim przypadku wzrost wartości akcji wynikający z przesłanek fundamentalnych jest znacznie mniejszy niż aprecjacja spowodowana modą. Oznacza to, że ceny rynkowe oscylują wokół trendu wywołanego modą, a nie wartości fundamentalnej aktywów⁸⁰. Taka sytuacja kończy się na ogół pęknięciem

⁷⁵ Por. Jaworski T, op. cit., s. 148 i 149.

⁷⁶ Jak stwierdza T. Jaworski: tak długo, jak na giełdzie inwestować będzie człowiek, tak długo czynnik emocjonalny towarzyszący inwestowaniu, zaburzać będzie stan równowagi tego rynku. Por. tamże, s. 148 i 149.

⁷⁷ Do czynników tłumienia zaliczyć można: stabilność parametrów makroekonomicznych i prawnych, poziom edukacji i doświadczenia inwestorów, dostępność i jakość informacji na rynku, napływ kapitałów długoterminowych, rosnącą liczbę profesjonalnych uczestników rynku. Por. tamże, s. 148.

⁷⁸ Por. tamże, s. 151.

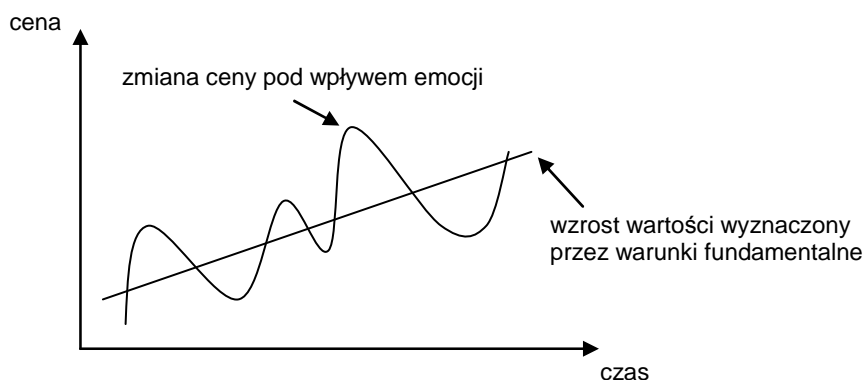
⁷⁹ Por. tamże, s. 146 i 147.

⁸⁰ Pomimo iż zarówno moda, jaki i czynniki giełdowe powodują, że w krótkim okresie ceny akcji odchylają się od ich wartości wewnętrznej (mamy do czynienia z okresami przewartościowania i niedowartościowania), D. Cassidy uważa, że w długim horyzoncie to jednak czynniki fundamentalne niezaprzeczalnie kształtują ceny walorów. Por. Cassidy D., Kiedy sprzedawać akcje, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 148 i 150.

bańki spekulacyjnej i znaczną korektą cen (dobrym przykładem może być tutaj bańka internetowa zakończona na światowych giełdach szeroką korektą w 2000 r.)⁸¹.

Rysunek 1.4

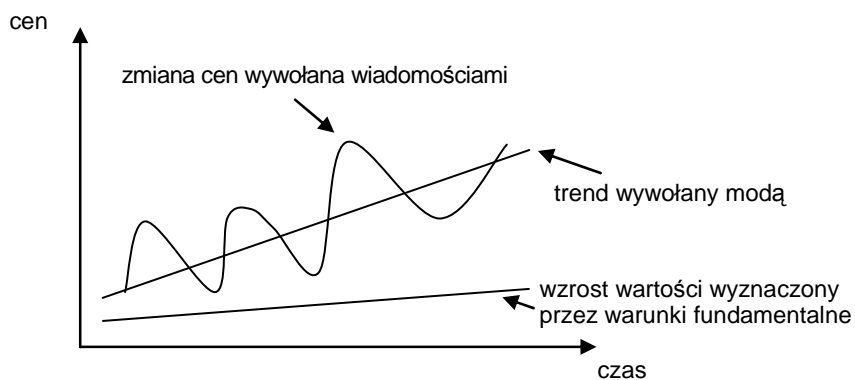
Oscylacja cen wokół wartości fundamentalnej



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Cassidy D., Kiedy sprzedawać akcje, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 152.

Rysunek 1.5

Oscylacja cen wokół trendu wywołanego modą



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Cassidy D., Kiedy sprzedawać akcje, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 153.

Przed takimi sytuacjami ostrzegał J. M. Keynes, który przedstawił rynek jako konkurs piękności, na którym inwestorzy wybierają spółki nie na podstawie przesłanek merytorycznych, wartości fundamentalnej, ale skupiają się na spółkach cieszących się zainteresowaniem innych graczy oraz na tych, co do których

⁸¹ Badania w USA dotyczące okresu hossy internetowej potwierdziły nawet przypadki, w których komunikat o zmianie nazwy spółki poprzez dodanie „.com” (a więc oznaczenie jej jako internetowej) powodował wzrost cen akcji tej spółki, niezależnie od tego, czy podmiot ten prowadził działalność w tym zakresie czy nie. Por. Cooper M.J., Dimitrov O., Rau P.R., A rose.com by any other name, Journal of Finance, Vol. 56, Issue 6, December 2001.

przewidują, że zainteresowanie to będzie rosnąć, a inni gracze będą skłonni płacić coraz więcej⁸². To z kolei prowadzi do zachowań stadnych i jest częstą przyczyną wspomnianych już wcześniej bąbli spekulacyjnych i ich pęknięć.

Na efektywność rynku mają także wpływ inne obciążenia o podłożu psychologicznym, ograniczenia w percepcji informacji oraz niestabilność preferencji uczestników rynku⁸³. Okazuje się, że nawet profesjonalni uczestnicy są na nie podatni, a mechanizm samokorygujący rynku nie zawsze musi być skuteczny (ograniczone możliwości arbitrażu, możliwości finansowe, regulacyjne, infrastrukturalne etc.). W szczytowych fazach bessy, hossy zaburzeniu ulega często racjonalne postrzeganie sytuacji oraz obiektywna ocena spółek. Informacje fundamentalne są wtedy ignorowane, często też ta sama informacja bywa różnie odczytywana w zależności od fazy, w jakiej znajduje się rynek. Należy także pamiętać, że występują różnice w postrzeganiu pewnych faktów przez inwestorów.

Efektywność rynku bywa także podważana przez obserwowane na nim anomalie. Zaliczyć do nich można⁸⁴: anomalie kalendarzowe (występowanie systematycznych prawidłowości w układzie stóp zwrotu, np. o określonej porze dnia, dniu tygodnia, poszczególnych miesiącach), anomalie dotyczące reakcji rynku na informacje (reakcje przesadzone, opóźnione), anomalie związane z charakterem spółek (ich wielkością, poziomem wskaźników), niezasadnie wysoka premia za ryzyko na rynku (wynikająca m.in. z krótkowzrocznej awersji do strat, zbyt małej skłonności do inwestowania na rynku, niewłaściwej dywersyfikacji), zbyt duży (np. w stosunku do zmian wartości wewnętrznej) poziom zmienności cen, naruszenie prawa jednej ceny (ograniczony arbitraż).

Oprócz wyżej wymienionych teorii i modeli opisujących kształtowanie się cen rynkowych aktywów można wymienić szereg innych, akcentujących czynniki spoza sfery zainteresowań analizy fundamentalnej, np. teoria Dowa, teoria fal Elliota, ciąg liczb Fibonacciego, teoria Carolana, teoria Fischera, teoria Ganna, teoria Plummera czy też teoria szumu inwestycyjnego (*noise theory*)⁸⁵.

⁸² Por. Keynes J.M., *General Theory of Employment, Interest and Money*, St. Martin's Press, New York 1936, chapter 12.

⁸³ Szerzej na ten temat w: Szyszka A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2007, s. 45-116.

⁸⁴ Por. Szyszka A., *Efektywność...*, wyd. cyt., s. 59-61 oraz Szyszka A., *Wycena...*, wyd. cyt., s. 116-121.

⁸⁵ Więcej informacji na temat wyżej przytoczonych teorii znaleźć można w: Nowakowski J., Borowski K., *Zastosowanie teorii Carolana i Fischera na rynku kapitałowym*, Difin, Warszawa 2005, Plummer T., *Psychologia rynków finansowych*, WIG Press, Warszawa 1995 oraz Cunningham L.A., op. cit.

Efektywność rynku nie będzie jednak przedmiotem dalszych rozważań. Autorowi rozprawy nie chodziło bowiem o określenie stopnia efektywności rynku czy też negowanie jego efektywności, ale o uwidocznienie różnic w kształtowaniu się wartości wewnętrznej i wartości rynkowej przedsiębiorstwa oraz podkreślenie, że istnieje wiele czynników, które powodują, że wartości te nie zawsze są do siebie zbliżone. Inwestorzy powinni zdawać sobie sprawę z wpływu, jaki wywierają różne formy efektywności rynku, ograniczona ilość informacji, czynniki psychologiczne czy też obserwowane anomalie na kształtowanie się cen rynkowych akcji (w relacji do ich wartości wewnętrznej). Stosowanie analizy fundamentalnej wymaga, aby rynki kapitałowe były efektywne przynajmniej w stopniu dostatecznym, tak by napływające dane i przeprowadzane na ich bazie analizy wykazywały związek (możliwie silny) z kształtowaniem się cen na rynku. Co więcej, to właśnie coraz szersze wykorzystywanie analizy fundamentalnej oraz nieustanne poszukiwanie przez inwestorów nowych informacji w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, sprzyja niwelowaniu przejawów nieefektywności rynku.

Jak już wspomiano pojęcie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa wywodzi się z analizy fundamentalnej, należy więc rozpatrywać je w kontekście wartości wewnętrznej, a nie, jak bywa to często mylnie ujmowane, wartości rynkowej podmiotu.

Pomimo iż pojęcie to znajduje się w ciągłym użyciu, nie wypracowano dotychczas jednolitej i powszechnie stosowanej definicji. Tak jak powszechnie jest jego użycie, tak też wiele znaczeń jest mu przypisywanych. Bywa też, że inwestorzy i analitycy nie przywiązują zbytnej wagi do tego, co się pod nim kryje. Siła fundamentalna przedsiębiorstwa, poruszana w nielicznych publikacjach naukowych, nie doczekała się jednak zdefiniowania i traktowana jest zazwyczaj jako swoiste złożenie pojęć odnoszące się do analizy fundamentalnej. Przykładowo, W. Tarczyński używa terminu siła fundamentalna, jednakże zapisuje go niekiedy w cudzysłowie⁸⁶ oraz przyrównuje do pojęcia siły ekonomiczno-finansowej⁸⁷, co jest jednak zbyt wąskim rozumieniem zagadnienia.

Problem definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa jest kluczowy, stanowi bowiem punkt wyjścia dla identyfikacji czynników ją kształtujących oraz wyznaczania sposobów jej pomiaru.

⁸⁶ Por. Tarczyński W., *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 2002, s. 92, 102, 109.

⁸⁷ Por. tamże, s. 109.

Chcąc zdefiniować siłę fundamentalną przedsiębiorstwa należy dokonać analizy semantycznej tego terminu. Siła to miara oddziaływania ciał materialnych⁸⁸. W układach ciał rozróżnić można siły wewnętrzne, związane ze wzajemnym oddziaływaniem poszczególnych części układów oraz siły zewnętrzne pochodzące od ciał zewnętrznych. Siła to także zdolność do działania, możliwość podołania czemuś, moc⁸⁹. Z kolei fundamentalny to stanowiący podstawę czegoś, zasadniczy, podstawowy, główny⁹⁰. Przekładając powyższe na warunki funkcjonowania przedsiębiorstwa, można powiedzieć, że siła fundamentalna przedsiębiorstwa to zdolność podmiotu do funkcjonowania i rozwoju w otoczeniu. Siła fundamentalna przejawia się w charakterystyce wewnętrznej przedsiębiorstwa (generowanych przepływach, posiadanych aktywach – materialnych i niematerialnych, ich organizacji oraz wzajemnym oddziaływaniu), a także w efektywnym wykorzystaniu szans wypływających z otoczenia, przy jednoczesnym minimalizowaniu pojawiających się zagrożeń.

W rozprawie pod pojęciem siły fundamentalnej rozumie się potencjał przedsiębiorstwa do wzrostu i ochrony jego wartości wewnętrznej. Kluczowe jest tu podkreślenie wagi:

- wartości wewnętrznej, jako uniwersalnej kategorii wartości, wynikającej bezpośrednio z rzeczywistej zdolności wycenianych aktywów do generowania dochodów, bazującej na ich charakterystykach wewnętrznych i potencjale do wzrostu, abstrahującej od wpływu określonego inwestora czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym,
- potencjału przedsiębiorstwa do tworzenia wartości wewnętrznej, co powinno przełożyć się w długim okresie na wzrost jego wartości rynkowej, przy czym tworzenie wartości oceniać należy przez pryzmat „oświeconej” wartości dla akcjonariuszy (*enlightened shareholder value*),
- konieczności ochrony wartości, a więc analizowanie także kwestii bezpieczeństwa funkcjonowania podmiotu, jego wypłacalności, stabilności finansowej, zdolności adaptacji do zmieniających warunków w otoczeniu etc.

W związku z tym, że wartość wewnętrzna jest pierwotna w stosunku do ceny rynkowej akcji (to wartość wewnętrzna kształtuje bowiem ceny rynkowe a nie na odwrót), ocena siły fundamentalnej odbywa się właśnie przez pryzmat tej pierwszej. W

⁸⁸ Por. Nowa Encyklopedia Powszechna PWN, wyd. cyt., tom 7, s. 544.

⁸⁹ Por. Słownik Języka Polskiego PWN, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, tom 3, s. 203.

⁹⁰ Por. <http://sjp.pwn.pl>.

pracy główny nacisk położono więc na wartość, siłę fundamentalną przedsiębiorstwa oraz czynniki ją kształtujące, odsuwając na dalszy plan kwestie dotyczące wartości rynkowej akcji. Jeśli mowa jest w pracy o wartości, to domyślnie zakłada się, że chodzi o wartość wewnętrzną, fundamentalną przedsiębiorstwa, chyba że zaznaczono inaczej.

Przyjęcie perspektywy wartości wewnętrznej ma także tę zaletę, że nie ukierunkowuje rozważań tylko na spółki notowane na giełdzie, ale pozwala na rozszerzenie refleksji także na spółki i transakcje poza zorganizowanym obrotem. Należy w tym miejscu podkreślić, że rynek kapitałowy nie jest więc utożsamiany w rozprawie z giełdą papierów wartościowych, lecz ujmowany w szerszej perspektywie, jako zespół instytucji i reguł umożliwiających pozyskanie długoterminowego kapitału w drodze obrotu (transakcji kupna-sprzedaży), odbywających się zarówno na giełdzie, jak i poza nią.

Przedstawiona koncepcja siły fundamentalnej zakłada, że inwestorzy są racjonalni⁹¹, potrafią oprzeć się tłumowi i jego psychologii, charakteryzują się cierpliwością (preferują średnio- i długoterminowy horyzont inwestycyjny), dyscypliną oraz awersją do ryzyka. Posiadają także umiejętność wartościowania aktywów na podstawie wszystkich dostępnych informacji, a w swoich decyzjach inwestycyjnych kierują się analizą wartości wewnętrznej.

Decyzje inwestycyjne można rozpatrywać z perspektywy definicji zaprezentowanej przez B. Grahama i D.L. Dodda⁹². Chodzi o to, aby taka decyzja, dzięki przeprowadzonemu procesowi analitycznemu, oferowała bezpieczeństwo i satysfakcjonujący inwestora zwrot. Inwestowanie wymaga więc przeprowadzenia szerokich analiz opartych na faktach i koncentrujących się na bezpieczeństwie i wartości. Kwestię bezpieczeństwa nie należy przy tym pojmować w sensie absolutnym, kompletnym, a raczej jako ochronę przed stratami w normalnych i dających się przewidzieć warunkach rynkowych. Satysfakcjonujący dochód jest oczywiście pojęciem subiektywnym i oznacza dochód, jaki inwestor jest gotowy zaakceptować, pod warunkiem, że działa racjonalnie.

Koncepcję siły fundamentalnej przedsiębiorstwa warto także rozpatrzeć przez pryzmat dwóch podstawowych koncepcji inwestowania, tj. inwestowania w spółki

⁹¹ Kwestia racjonalności nie będzie przedmiotem dalszych rozważań. Więcej informacji na ten temat znaleźć można np. w: Jurek W., Konstrukcja i analiza portfela papierów wartościowych o zmiennym dochodzie, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2004, s. 177-189, Szyszka A., Wycena..., wyd. cyt., s. 13-21, Dudycz T., op. cit., s. 15, 16.

⁹² Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 106 i 107.

wzrostowe (*growth stocks, growth investing*) oraz inwestowania w spółki o potencjale wartości (*value stocks, value investing*).

Za spółki wzrostowe uważa się na ogół spółki⁹³:

- o wyższym niż przeciętne tempie wzrostu przychodów i zysków⁹⁴, osiągające często wyniki lepsze od oczekiwanych⁹⁵,
- o relatywnie wysokich wskaźnikach P/E, P/BV etc.,
- w branżach rozwijających się, które są w fazie cyklu ekonomicznego, demograficznego,
- nie wypłacające dywidendy.

Z kolei spółki o potencjale wartości to spółki, które⁹⁶:

- charakteryzują się wyższym niż średnia poziomem zysków na akcję,
- wypłacają wysokie dywidendy,
- funkcjonują w dojrzałych branżach, ale niekoniecznie modnych,
- są liderami w branży, ale nie skupiają na sobie zainteresowania inwestorów, spółki przechodzące przejściowe problemy (spółki wyceniane poniżej ich wartości fundamentalnej, niedowartościowane),
- charakteryzują się relatywnie niskimi wskaźnikami P/E, P/BV etc.

Kluczowym pytaniem odnoszącym się do spółek z pierwszej grupy jest pytanie o czas, w jakim uda się utrzymać wysokie tempo wzrostu. Jak pokazują badania⁹⁷ w dłuższym okresie bardzo trudno utrzymać jest ponadprzeciętne wyniki. W zdecydowanej większości przypadków następuje powrót do średniej. Dla spółek z drugiej grupy kluczowe pytanie brzmi: jak szybko i czy w ogóle dojdzie do poprawy i odreagowania cen na rynku?

⁹³ Por. <http://stocks.about.com>, <http://www.investopedia.com>, Jiang B., Koller T., The truth about growth and value stocks, McKinsey on Finance, Winter 2007 i Bernstein, The challenge in picking growth and value stocks, The Bernstein Journal: Perspectives on Investing & Wealth Management, <http://www.bernstein.com>.

⁹⁴ Jak wskazuje A. Rappaport, przedsiębiorstwa, które uzyskują wyniki lepsze od oczekiwań można na ogół zaliczyć do jednej z sześciu niżej wymienionych grup, tj. przedsiębiorstw które: dysponują przewagą marki, zmieniły reguły gry w branży, szybko i adekwatnie reagują na zmiany, posiadają przewagę technologiczną, przeszły skuteczną restrukturyzację oraz umiejętnie dokonują przejęć. Por. Rappaport A., op. cit., s. 203 i 204.

⁹⁵ Wszystko to tłumaczyć ma wysokie ceny rynkowe akcji tych spółek, prowadzi też jednak często do ich przewartościowania.

⁹⁶ Por. <http://stocks.about.com>, <http://www.investopedia.com>, Jiang B., Koller T., op. cit. i Bernstein, The challenge..., wyd. cyt.

⁹⁷ Por. Bernstein, The challenge..., wyd. cyt., s. 8 i 9, Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 83, Haugen R.A., Nowa..., wyd. cyt., s. 21 i 49-51.

Nie wypracowano jednej uniwersalnej charakterystyki wyżej wymienionych rodzajów spółek⁹⁸, a proste rozróżnienie między nimi jest często niemożliwe (mogą występować elementy wspólne)⁹⁹.

Próbie połączenia dwóch powyższych koncepcji inwestowania stanowi podejście tzw. *growth at reasonable price* (GARP). Chodzi w nim o szukanie spółek wzrostowych o ponadprzeciętnych wynikach, z jednoczesną eliminacją spółek o skrajnych rynkowych wartościach (tych wycenianych bardzo nisko lub bardzo wysoko)¹⁰⁰. Za łączeniem powyższych strategii inwestycyjnych przemawia także fakt, że ich skuteczność bywa zróżnicowana w zależności od analizowanego okresu – okresy dominacji jednej strategii nad drugą przeplatają się¹⁰¹.

Koncepcja siły fundamentalnej umożliwia wykorzystanie zarówno strategii inwestowania w spółki wzrostowe (jeśli ich ponadprzeciętne wyniki nie doprowadziły do przeszacowania cen na rynku), jak i w spółki o potencjale wartości (o ile ich charakterystyki gwarantują odpowiednie tworzenie i ochronę wartości wewnętrznej), tym samym naturalnie skłania się ku wykorzystaniu strategii GARP. Kluczowym elementem w analizie siły fundamentalnej pozostaje rola czynników z makro-, mikrootoczenia i wnętrza spółki oraz traktowanie cen rynkowych tylko jako punktu odniesienia dla wartości wewnętrznej przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jak stwierdza B. Graham: „Zasadniczo, dla prawdziwego inwestora, wahania cen mają tylko jedno znaczenie – dają mu szanse na zakup po rozsądnej cenie podczas spadków i na sprzedaż podczas znacznego wzrostu. Kiedy indziej lepiej, gdyby zapomniał o giełdzie i zwrócił uwagę na zyski z dywidend oraz wyniki posiadanych spółek.”¹⁰².

Koncepcja siły fundamentalnej przedsiębiorstwa tworzy continuum (por. rys. 1.6) poprzez¹⁰³:

⁹⁸ Por. Jiang B., Koller T., op. cit., s. 12 i 15.

⁹⁹ Jak słusznie stwierdzają konsultanci firmy McKinsey, przedsiębiorstwa i inwestorzy odnieśliby większą korzyść, gdyby skupili się na efektywności i wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa niż dokonywaniu umownych klasyfikacji. Por. tamże, s. 15.

¹⁰⁰ Por. <http://www.investopedia.com>.

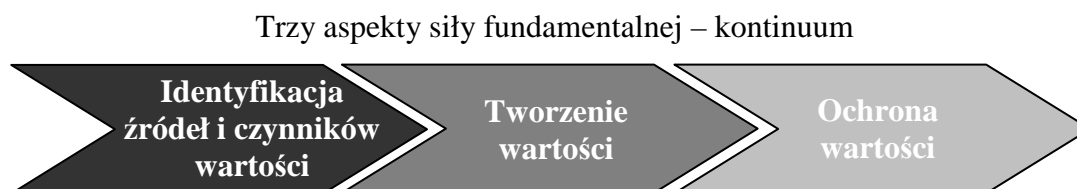
¹⁰¹ Por. Bernstein, Multi-style investing: A tale of two investments „styles”, 7/22/2004, <http://www.bernstein.com>.

¹⁰² Graham B., op. cit., s. 192 i 193.

¹⁰³ Podobne podejście przedstawiają także A. Black, P. Wright, J.E. Bachman. Wyróżniają oni trzy fazy w zarządzaniu wartością: jej tworzenie (a więc osiąganie zwrotu z zainwestowanego kapitału powyżej jego kosztu), utrzymywanie (pilnowanie by wytworzona wartość nie została utracona, zmniejszona przez złe gospodarowanie, np. zarządzanie ryzykiem, kapitałem intelektualnym itp.) oraz realizację (wzrost wartości akcji i związane z tym zyski kapitałowe lub wypłaty dywidendy). Kwestia realizacji wartości nie jest obiektem zainteresowania z punktu widzenia koncepcji siły fundamentalnej. Ta ostatnia zatrzymuje się bowiem na kwestii tworzenia i utrzymywania wartości, kładąc główny nacisk na identyfikację kluczowych czynników wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 83-87.

- identyfikację źródeł i czynników wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa,
- ocenę tworzenia wartości i potencjału do wzrostu,
- analizę kwestii ochrony wartości.

Rysunek 1.6



Źródło: opracowanie własne.

Fakt wytworzenia i utrzymania wartości przez przedsiębiorstwo nie przesądza jeszcze o tym, iż inwestorzy odniosą z tego tytułu korzyści. By tak się stało, potrzebna jest jeszcze właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem, aby mógł on tę wartość właściwie rozpoznać.

Mamy bowiem do czynienia z dwoma wymiarami siły fundamentalnej:

- obiektywną, rzeczywistą, wynikającą z potencjału przedsiębiorstwa do tworzenia i ochrony wartości wewnętrznej,
- antycypowaną przez rynek, będącą obrazem spółki w oczach inwestorów i analityków, obciążoną niepewnością (często brak możliwości zweryfikowania danych) oraz ograniczeniami (kwestia poznawcza, percepcja inwestorów, dostępność danych, szum informacyjny, asymetria informacji).

Obserwowana na rynku asymetria informacji nie wynika tylko i wyłącznie z braku wystarczającej komunikacji między spółką a inwestorami, interesariuszami, ale znajduje swoje źródło wewnątrz przedsiębiorstwa. Często bowiem jest ona efektem braku jasnej, rzetelnej i aktualnej informacji już na etapie podejmowania decyzji przez kierownictwo podmiotu. Wiele spółek nie podejmuje prób stworzenia mapy wartości przedsiębiorstwa, identyfikacji kluczowych czynników tworzących wartość. Tym samym elementy te nie są przez nie monitorowane i raportowane.

Kwestia identyfikacji źródeł i czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz jego komunikacji z rynkiem, raportowania wartości, zostanie przedstawiona w kolejnych rozdziałach pracy.

Rozdział II

Determinanty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa oraz jego wartość wewnętrzna to zagadnienia niezwykle złożone. Składa się na to duża liczba różnorodnych czynników określających siłę fundamentalną przedsiębiorstwa (ilościowych i jakościowych), ich przekrojowy charakter (czynniki z makrootoczenia, mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa, czynniki ze sfery operacyjnej, finansowej, inwestycyjnej, strategicznej), ich wzajemne przenikanie się, tworzone przez nie ciągi zależności oraz trudności w ich pomiarze.

Nie jest możliwe zatem przedstawienie wszystkich zależności i determinant siły fundamentalnej w sposób szczegółowy i wyczerpujący. Konieczne staje się przyjęcie pewnych założeń oraz dokonanie uproszczeń i redukcji w zakresie czynników i ich powiązań, pozwalających na ich syntetyczną analizę w kontekście tworzenia wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa oraz ich wpływu na jego siłę fundamentalną.

Prezentowane w niniejszym oraz dalszych rozdziałach ujęcie jest zatem ujęciem modelowym, a więc uproszczonym obrazem badanego fragmentu rzeczywistości, w którym wyeliminowano cechy, relacje lub inne elementy mało istotne dla identyfikacji źródeł i czynników kształtujących siłę fundamentalną przedsiębiorstwa oraz jej pomiaru. Podejście takie pozwala ograniczyć złożoność rozpatrywanego zjawiska jakim jest siła fundamentalna przedsiębiorstwa w stopniu umożliwiającym jej poznanie i mierzenie.

2.1. Źródła i czynniki siły fundamentalnej

Zgodnie z wypracowaną definicją siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, siłę tę należy utożsamiać z potencjałem przedsiębiorstwa do wzrostu i ochrony jego wartości wewnętrznej.

Kluczowe w analizie siły fundamentalnej staje się zatem spojrzenie na przedsiębiorstwo przez pryzmat źródeł i czynników określających jego wartość wewnętrzną, tj. wartość wynikającą ze zdolności podmiotu do generowania dochodów, bazującą na jego charakterystykach wewnętrznych (zasobach, kompetencjach) i potencjale do wzrostu, abstrahującą od wpływu określonego inwestora czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym.

Spojrzenie to musi być ukierunkowane zarówno na potencjał przedsiębiorstwa do tworzenia tej wartości, jak i na konieczność jej ochrony, a więc na uwzględnianie również kwestii bezpieczeństwa funkcjonowania podmiotu, jego wypłacalności, stabilności finansowej, zdolności adaptacji do zmieniających się warunków otoczenia.

Posiadanie przez przedsiębiorstwo dobrego „standingu fundamentalnego”, a więc silnej pozycji zarówno pod względem ekonomicznym, organizacyjnym, kadrowym etc., jest wypadkową jego bieżących i historycznych wyników oraz prognozowanej ścieżki rozwoju i potencjału do jej realizacji, a także interakcji na poziomie makro i mikrootoczenia.

Modelowe ujęcie źródeł i czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa przedstawiono na rysunku 2.1.

Jak wynika z zaprezentowanego ujęcia modelowego wyróżnić można trzy główne źródła siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Są nimi:

- makrootoczenie,
- mikrootoczenie,
- wewnątrz przedsiębiorstwa.

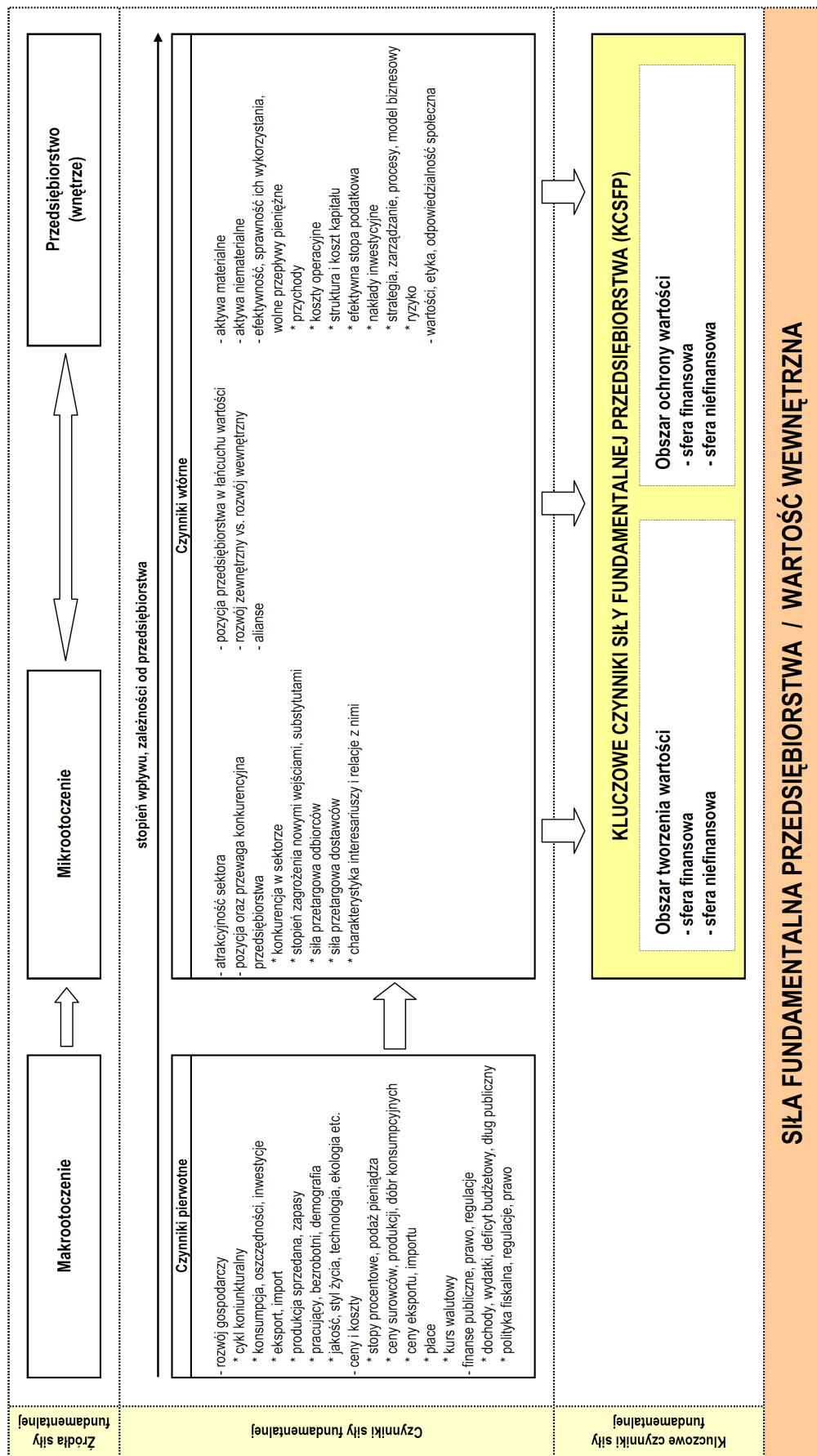
Źródła te określają skąd pochodzi, wywodzi się siła fundamentalna i czynniki ją tworzące. Warto zaznaczyć, że o ile makrootoczenie pozostaje w większości przypadków poza kontrolą przedsiębiorstwa (z wyłączeniem kwestii lobbingu czy konsultacji społecznych), o tyle przedsiębiorstwo ma już realny wpływ na swoje relacje z otoczeniem bliższym i kształtowanie własnego potencjału wewnętrznego. Uwarunkowania zewnętrzne odgrywają w tym procesie istotną rolę.

Jeśli chodzi o czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a więc składniki, nośniki, elementy warunkujące, kształtujące, wpływające na siłę fundamentalną podmiotu, wyróżnić można ich dwie główne grupy, tj.:

- czynniki pierwotne,
- czynniki wtórne.

Czynniki pierwotne, to czynniki z makrootoczenia, niezależne od przedsiębiorstwa, stanowiące podwaliny dla mikrootoczenia i potencjału wewnętrznego przedsiębiorstwa. Znajdują one swoje odzwierciedlenie w czynnikach wtórnych.

Źródła oraz czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa – ujęcie modelowe



Źródło: opracowanie własne.

Za czynniki wtórne przyjęto natomiast czynniki z mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa, a więc czynniki, które przedsiębiorstwo może w mniejszym (mikrootoczenie) lub większym (wnętrze) stopniu kształtować.

Przyjmując założenie, że poziom, siła i kierunek oddziaływania czynników wtórnych odzwierciedlają istniejące uwarunkowania w zakresie czynników pierwotnych (są przez nie w znacznym stopniu determinowane), identyfikację kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) ograniczono do analizy najbardziej istotnych, newralgicznych czynników wpływających z mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa.

W ramach kluczowych czynników siły fundamentalnej wyodrębniono dwa obszary, tj. spójne zbiory czynników wtórnych siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a mianowicie:

- obszar tworzenia wartości,
- obszar ochrony wartości.

Każdy z powyższych obszarów można podzielić na dwie sfery, w których przejawiają się czynniki fundamentalne:

- sferę finansową, obejmującą czynniki finansowe, ujęte wartościowo, dotyczące sfery materialnej, prezentowane zazwyczaj w sprawozdaniach finansowych,
- sferę niefinansową, obejmującą czynniki niefinansowe, jakościowe, dotyczące sfery aktywów niematerialnych, trudne do zmierzenia i identyfikacji.

Kwestia kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) zostanie przedstawiona szerzej w rozdziale trzecim rozprawy. Poniżej zaprezentowano natomiast analizę źródeł siły fundamentalnej oraz czynników pierwotnych i wtórnych ją kształtujących.

2.1.1. Czynniki pierwotne

Czynniki pierwotne siły fundamentalnej, to czynniki z zakresu makrootoczenia, niezależne od przedsiębiorstwa. Czynniki te wpływają na sferę mikrootoczenia i potencjału wewnętrznego przedsiębiorstwa, tym samym znajdują one swoje odzwierciedlenie w czynnikach wtórnych.

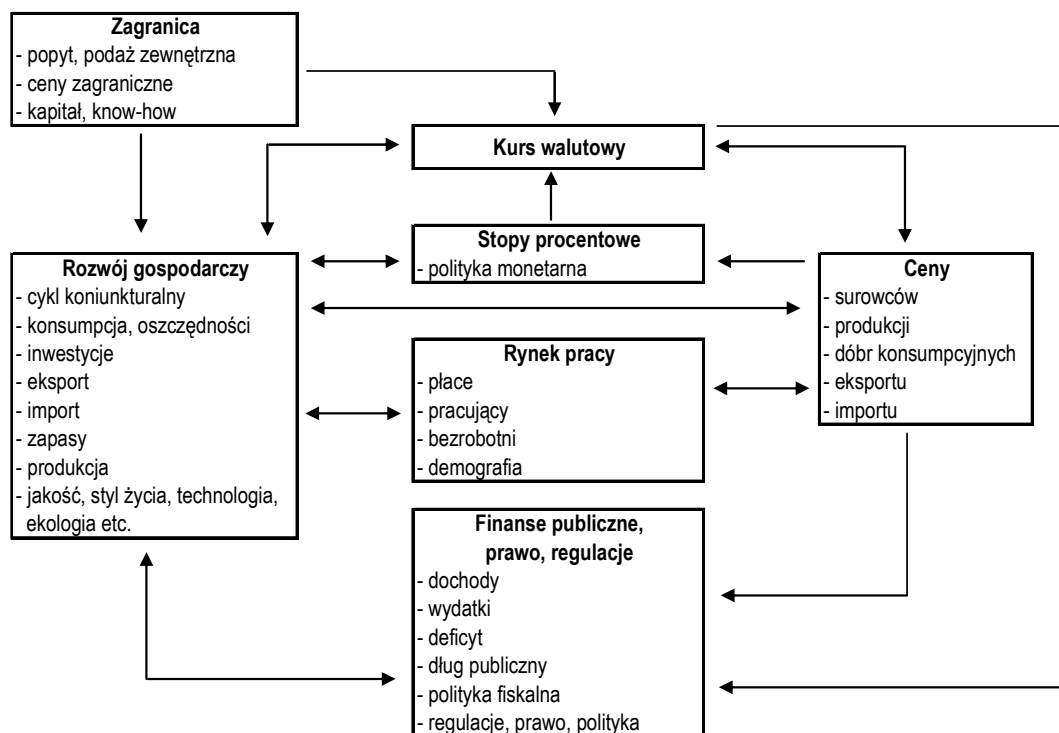
Najważniejsze czynniki pierwotne podzielono w zaprezentowanym ujęciu modelowym na trzy grupy, tj.:

- czynniki z zakresu rozwoju gospodarczego:
 - cykl koniunkturalny,
 - konsumpcja, oszczędności, inwestycje,
 - eksport, import,
 - produkcja sprzedana, zapasy,
 - pracujący, bezrobotni, demografia,
 - jakość, styl życia, technologie, ekologia etc.,
- czynniki z zakresu cen i kosztów:
 - polityka monetarna (stopy procentowe, podaż pieniądza),
 - ceny surowców, produkcji, dóbr konsumpcyjnych,
 - ceny eksportu, importu,
 - płace,
 - kurs walutowy,
- czynniki ze sfery finansów publicznych, prawa, regulacji:
 - dochody, wydatki, deficyt, dług publiczny,
 - polityka fiskalna, regulacje, prawo.

Analizując wpływ wyżej wymienionych grup na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa należy postrzegać je w ujęciu łącznym (ze wszelkimi wzajemnymi relacjami) oraz w ujęciu dynamicznym (nie tylko przez pryzmat wartości bezwzględnej czynnika, ale także, w oparciu o zmiany jego poziomu w czasie). Interpretacja danych płynących z makrootoczenia, ze względu na ich szeroki zakres i skomplikowane zależności, jest zadaniem trudnym nawet dla doświadczonych inwestorów i analityków, a reakcje rynku na informacje bywają często zaskakujące. Niebagatelną rolę w tym procesie odgrywają oczekiwania rynku co do poziomu danego zjawiska, a w konsekwencji stopień spełnienia tych oczekiwań, realizacji prognoz.

Schemat powiązań pomiędzy głównymi czynnikami pierwotnymi zaprezentowano na rysunku 2.2.

Powiązania między głównymi czynnikami pierwotnymi siły fundamentalnej



Źródło: opracowanie własne na podstawie modelu gospodarki polskiej ECMOD, por. Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., Model gospodarki polskiej ECMOD, Materiały i studia, Zeszyt nr 194, NBP, Warszawa, czerwiec 2005, s. 17.

Ze względu na złożoność relacji i wzajemne przenikanie się zmiennych z makrootoczenia, schemat zawiera jedynie najważniejsze powiązania i kierunki oddziaływania poszczególnych czynników pierwotnych. Logika powiązań osadzona jest w modelu popytowo-podażowym koniunktury, w którym w krótkim okresie ścieżka rozwoju gospodarczego determinowana jest przez czynniki popytowe, w długim zaś przez podaż.

W modelu tym objęto analizą sześć głównych typów podmiotów, tj.¹⁰⁴: gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, pośredników finansowych, władze fiskalne, władze monetarne oraz zagranicę.

Gospodarstwa domowe to podmioty uzyskujące dochody w postaci wynagrodzenia za pracę świadczoną na rzecz przedsiębiorstw, dochody z działalności na własny rachunek, dochody z własności oraz dochody z tytułu świadczeń socjalnych z sektora finansów publicznych i transferów z zagranicy. Gospodarstwa od uzyskanych dochodów odprowadzają podatek, opłacają składki na

¹⁰⁴ Por. Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., Model gospodarki polskiej ECMOD, Materiały i studia, Zeszyt nr 194, NBP, Warszawa, czerwiec 2005, s. 14.

ubezpieczenia społeczne, a z dochodu pozostającego do dyspozycji nabywają dobra (zarówno krajowe, jak i importowane), kreując tym samym popyt na produkty wytwarzane przez przedsiębiorstwa. Dodatkowo wydatki te przekładają się także na wpływy budżetowe m.in. z tytułu podatków pośrednich (VAT, akcyza), ceł itp. W swoich decyzjach gospodarstwa uwzględniają także efekt substytucji międzyokresowej, który uzależniony jest od wysokości stóp procentowych na rynku

Przedsiębiorstwa są z kolei producentami dóbr kierowanych na rynek krajowy i zagranicę. Wykorzystują one w procesie produkcyjnym dwa czynniki – kapitał i pracę, a wysokość podaży ustalają kierując się zasadą maksymalizacji wartości, dbając o to, by przychód krańcowy był większy od odpowiadającego mu kosztu. Uzyskany przez nie dochód podlega także opodatkowaniu.

Rolą pośredników finansowych jest natomiast dokonywanie transakcji kupna-sprzedaży walut oraz udzielanie kredytów, finansowanie aktywności przedsiębiorstw i gospodarstw domowym. Grupa stanowi zarazem kanał transmisji dla polityki pieniężnej banku centralnego.

Kolejny podmiot biorący udział w powyższych powiązaniach to władze fiskalne, które jak wspomniano wcześniej, uzyskują dochody z podatków, a następnie dokonują ich redystrybucji (emerytury, renty, świadczenia socjalne, subsydia itp.). Dokonywany jest także zakup dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych, a w razie wystąpienia deficytu, niezbędne staje się zaciągnięcie długu publicznego i jego późniejsza spłata (zarówno w zakresie raty kapitałowej, jak i odsetek).

W tym kontekście niezwykle ważne stają się decyzje podejmowane przez kolejny podmiot, jakim jest władza monetarna. Steruje ona poziomem nominalnym stóp procentowych w celu zapewnienia realizacji celu inflacyjnego (utrzymania stabilnych cen)¹⁰⁵, wpływając tym samym na wysokość stóp procentowych na rynku międzybankowym (koszt kapitału), podaż pieniądza w gospodarce (jego dostępność) i wysokość inflacji.

Ostatni z wymienionych powyżej podmiotów to zagranica. Stanowi ona rynek zbytu dla produktów wytwarzanych w kraju, a także dostarcza dobra nabywane przez podmioty krajowe, bierze udział w przepływach kapitałowych i wymianie know-how.

¹⁰⁵ Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP NBP odpowiada za wartość polskiego pieniądza (Por. Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, Dz.U. 1997 nr 78 poz. 483 z późn. zm.). Ustawa o NBP w art. 3 ust. 1 określa, że podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to realizacji podstawowego celu NBP. Por. ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. 1997 nr 140 poz. 938 z późn. zm.

Powyższe podmioty decydują z jednej strony o popycie na produkty przedsiębiorstwa, z drugiej strony wpływają na podaż produktów, jak również stanowią źródło zasileń przedsiębiorstwa oraz wpływają pośrednio lub bezpośrednio na jego działania poprzez politykę fiskalną, monetarną, regulacje. Wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa zależy zatem od działań wszystkich powyższych podmiotów, od relacji, jakie między nimi zachodzą oraz ogólnych uwarunkowań gospodarczych.

Warunki gospodarowania mogą z kolei ulec zmianie w wyniku pojawiających się w gospodarce¹⁰⁶:

- impulsów monetarnych,
- impulsów walutowych,
- impulsów fiskalnych.

Ze względu na skomplikowaną materię zagadnienia, zaprezentowana poniżej analiza impulsu monetarnego, walutowego czy fiskalnego ma charakter modelowy i przedstawia zależności, które są przeważnie obserwowane w gospodarce. Trzeba więc pamiętać o możliwości istnienia odchyleń od sugerowanych stanów i relacji, szczególnie w perspektywie krótkoterminowej.

Impuls monetarny wpływa na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa poprzez trzy główne kanały transmisji:

- stopę procentową i oczekiwania inflacyjne (wpływające na koszt kapitału, wysokość premii za ryzyko, a tym samym dostępność kapitałów dla podmiotów, a w konsekwencji zarówno na popyt konsumpcyjny, jak i inwestycyjny),
- kurs walutowy (określający atrakcyjność eksportu, importu, a więc wysokość przychodów i kosztów przedsiębiorstwa, jak również wysokość kosztu kapitału dla zobowiązań zaciągniętych w walucie obcej czy też zmiany wartości aktywów wyrażonych w tych walutach),
- efekt majątkowy (dotyczący zmian popytu, konsumpcji wywołanych zmianami realnej wartości posiadanej bazy zasobów majątkowych).

I tak podniesienie stóp procentowych przez bank centralny, poprzez wzrost oprocentowania kredytów konsumpcyjnych i inwestycyjnych (wzrost kosztu kapitału), prowadzi na ogół do spadku konsumpcji oraz spadku inwestycji. To skutkuje z kolei obniżeniem dynamiki PKB i prowadzi zazwyczaj do spadku zatrudnienia, a z czasem spadku wynagrodzeń. Zmniejszone zatrudnienie i niższy wzrost PKB przekładają się z

¹⁰⁶ Por. Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., op. cit., s. 58-61.

kolei na wzrost deficytu sektora finansów publicznych i konieczność dalszego zadłużenia państwa. Wzrost stóp procentowych może spowodować aprecjację kursu PLN, oddziałując tym samym na spadek eksportu, co w połączeniu ze spadkiem cen dóbr importowanych powoduje pogłębianie nierównowagi w bilansie handlowym. Wszystko to wpływa więc na obniżenie tempa PKB oraz spadek wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa w przypadku, gdy spadek cen importowanych przez niego dóbr oraz kosztów wynagrodzeń nie jest w stanie pokryć negatywnych skutków spadku popytu krajowego i eksportu oraz wzrostu kosztu kapitału. Po wygaśnięciu impulsu monetarnego, ze względu na niższą inflację oraz popyt i obniżki stóp procentowych, następuje z reguły ponowny wzrost dynamiki PKB, wzrost wynagrodzeń oraz inflacji.

Jeśli chodzi o wpływ, jaki wywiera inflacja na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa, to można stwierdzić, że jej poziom znajduje swoje odzwierciedlenie w koszcie kapitału przedsiębiorstwa oraz koszcie czynników produkcji, tj. surowców i pracy.

Należy przyrzeć się więc bliżej wstrząsom popytowym i podażowym, na jakie może zostać narażone przedsiębiorstwo w związku z występowaniem inflacji.

W przypadku wstrząsów popytowych w gospodarce, inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku, co sprawia, że działalność przedsiębiorstwa (do momentu podwyższenia stóp procentowych przez bank centralny) może charakteryzować się podwyższoną marżą i przyczyniać się do kreowania znacznej wartości. Należy jednak w tym przypadku uważać na trudności, jakie wywołuje inflacja w planowaniu i ocenie efektywności. Chodzi tu m.in. o tzw. iluzję pieniężną¹⁰⁷, a więc mylne utożsamianie zmian wielkości nominalnych ze zmianami wielkości realnych. Niekiedy wysuwana jest także hipoteza¹⁰⁸, że rynek nie jest w stanie przewidzieć korzystnego wpływu inflacji na przyszły wzrost realnych zysków, natomiast przyszacowuje z kolei możliwe konsekwencje kosztowe i podatkowe, spowodowane prowadzeniem księgowości według kosztów historycznych¹⁰⁹.

Jeśli chodzi o wstrząsy podażowe, np. wzrost cen surowców, sytuacja wygląda odmiennie. Produkcja i inflacja zmieniają się bowiem wtedy w przeciwnych kierunkach (wzrost cen surowca -> wzrost cen producentów -> wzrost inflacji ->

¹⁰⁷ Por. Nowa Encyklopedia Powszechna PWN, wyd. cyt., tom 3, s. 699.

¹⁰⁸ Por. Lee T., *Ekonomia dla inwestorów giełdowych*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 190.

¹⁰⁹ Odwrotną sytuację możemy obserwować przy pracach nad budżetem państwa. Wydaje się, że politycy celowo nie doszacowują poziomu inflacji, aby w przyszłości łatwiej było wykonać założenia ustawy budżetowej.

zmniejszenie popytu -> ograniczenie produkcji). W takiej sytuacji możemy mieć też do czynienia z tzw. efektami pierwszej i drugiej rundy¹¹⁰.

Efekty pierwszej rundy obejmują zarówno bezpośredni wpływ wzrostu cen surowców na ceny dóbr konsumpcyjnych, jak i efekt pośredni dokonujący się poprzez wzrost kosztów i cen producenta w kolejnych stadiach procesu wytwórczego. Siła wpływu efektów pośrednich na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa zależy od możliwości przenoszenia przez nie podwyższonych kosztów na odbiorców, co z kolei w znacznym stopniu zdeterminowane jest przez pozycję konkurencyjną podmiotu oraz fazę cyklu koniunkturalnego. Wstrząs podaży może w końcu doprowadzić do trwałego podniesienia cen dóbr konsumpcyjnych w gospodarce, a także pobudzić oczekiwania inflacyjne, co z kolei wywołać może tzw. efekty drugiej rundy.

Efekty te znajdują swoje odzwierciedlenie w presji płacowej pojawiającej się ze strony zatrudnionych. Podwyżki wynagrodzeń mają stanowić swoistą rekompensatę za wzrost cen w gospodarce i spadek realnych dochodów. Podwyżki te mogą powtórnie skłonić przedsiębiorstwa do podniesienia cen produkowanych przez siebie dóbr. Tym samym spirala się nakręca, co działa niekorzystnie (poprzez wzrost kosztów i spadek popytu) na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa.

Niska, stabilna inflacja jest pożądana z punktu widzenia przedsiębiorstwa i gospodarki. Z jednej strony skłania ona bowiem do nieodkładania konsumpcji na dalsze okresy, z drugiej, poprzez zwiększone wpływy budżetowe i mniejszy deficyt, ogranicza potrzeby kapitałowe państwa (zmniejszona kreacja długu publicznego).

Jeśli chodzi o kanał transmisji impulsu monetarnego jakim są zmiany kursów walutowych, to wywierają one poprzez mechanizmy kosztowe i przychodowe (np. zmiany w kosztach importu, przychodach z eksportu), a także zmiany wartości aktywów i pasywów przedsiębiorstwa wyrażonych w walutach obcych (np. wartości długu i płatności odsetkowych) silny wpływ na osiągnięte przez podmiot wyniki finansowe. Wpływają one na konkurencyjność przedsiębiorstwa na rynku krajowym i międzynarodowym, a tym samym warunkują jego dalsze funkcjonowanie, rozwój i wzrost wartości wewnętrznej.

Z omawianymi powyżej kwestiami (tj. zmianą stóp procentowych i wywołaną nią zmianą kursu walutowego) związany jest trzeci mechanizm transmisji impulsu monetarnego, jakim jest efekt majątkowy. Chodzi w nim o zmiany popytu, konsumpcji wywołane zmianami realnej wartości aktywów finansowych i

¹¹⁰ Por. Rada Polityki Pieniężnej, Założenia polityki pieniężnej na rok 2006, NBP, Warszawa, wrzesień 2005, s. 9.

niefinansowych, zwiększającą się lub zmniejszającą bazą posiadanych przez społeczeństwo zasobów majątkowych.

Omawianie wcześniej zmiany kursów walutowych, oprócz tego, że są kanałem transmisyjnym dla impulsu monetarnego, mogą także stanowić samodzielny impuls – impuls walutowy.

I tak w przypadku deprecjacji kursu PLN dochodzi na ogół do wzrostu eksportu i obniżenia importu, co prowadzi do poprawy salda handlowego i wzrostu PKB. Wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa zależeć będzie w głównej mierze od tego czy przedsiębiorstwo jest eksporterem, czy też produkuje dobra na rynek krajowy oraz skąd czerpie czynniki produkcji. Wraz ze wzrostem cen dóbr importowanych może następować wzrost inflacji i popytu na dobra krajowe, co finalnie doprowadzi do podwyżki stóp procentowych, a więc wzrostu kosztu kapitału przedsiębiorstwa i spadku konsumpcji oraz inwestycji.

Nie wszystkie przedsiębiorstwa będą narażone na skutki zmian kursu walutowego w jednakowym stopniu. Bardziej odporne na konsekwencje powyższych zmian będą przedsiębiorstwa, które dokonują płaćności w walutach obcych, otrzymując jednocześnie wpływy w tej samej walucie lub przedsiębiorstwa, które mogą narzucać ceny na rynkach zagranicznych, lub też ustalają na nich ceny we własnej walucie¹¹¹. W większości przypadków jednak powszechną praktyką jest rozliczanie w walucie obcej, co wymaga wkalkulowania w cenę marży na pokrycie ewentualnych, przewidywanych niekorzystnych zmian kursów walut, a także kosztów wymiany (transakcyjnych). Niestety nie gwarantuje to, że dodatkowa kwota wystarczy na pokrycie rzeczywistych kosztów.

Ostatni z analizowanych impulsów, to impuls fiskalny, ujawniający się z kolei poprzez zmianę dochodów do dyspozycji i związanych z nimi wydatków, co znajduje bezpośrednie odzwierciedlenie w poziomie PKB.

I tak ograniczenie wydatków publicznych, zmniejszenie transferów może wywołać spadek konsumpcji i przełożyć się na spadek PKB, jak i obniżenie inflacji. Niższy popyt przekłada się zazwyczaj na spadek importu, tym samym poprawiając rachunek handlowy. Malejąca inflacja prowadzi finalnie do obniżek stóp procentowych, co sprzyja odbudowie popytu, zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego. Po początkowej fazie, niekorzystnej dla kreowania wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa

¹¹¹ Nie zawsze jest to możliwe. Nie chodzi tu bowiem tylko o pozycję przedsiębiorstwa na danym rynku, ale także o fakt, że niektóre rynki funkcjonują w oparciu o wieloletnie zwyczaje – np. rynek ropy naftowej rozliczany jest w USD.

(tj. spadku popytu przy jednoczesnym wysokim poziomie stóp procentowych), dochodzi do odrodzenia się popytu na dobra przedsiębiorstwa oraz spadku jego kosztu kapitału.

Pomimo iż otoczenie makroekonomiczne rozpatrywane jest jako wspólne dla całej gospodarki, to jego wpływ (siła i kierunek oddziaływania) na poszczególne branże, sektory jest zróżnicowany. W tym kontekście wyróżnić można branże cykliczne (pro- i antycykliczne, tj. branże, w których wyniki są skorelowane z cyklem gospodarczym odpowiednio pozytywnie i negatywnie) oraz branże acykliczne (niewrażliwe lub stosunkowo mało wrażliwe na wahania koniunktury gospodarczej). Zależności te są nierozzerwalnie związane z charakterystyką dóbr i usług sprzedawanych przez przedsiębiorstwo, tj. z faktem, czy produkty te są dobrami podstawowymi (niższego rzędu) czy dobrami luksusowymi (wyższego rzędu) – w przypadku tych ostatnich, popyt na nie wzrasta w sytuacji ożywienia gospodarczego.

Wraz z poprawą koniunktury gospodarczej przedsiębiorstwa z branż procyklicznych powinny odnotowywać wzrost swojej wartości – poczynając we wczesnej fazie ożywienia od producentów dóbr konsumpcyjnych i lekkich branż procyklicznych (handel detaliczny), poprzez cięższe branże procykliczne (m.in. przemysł chemiczny, hutnictwo), a kończąc na branżach czerpiących korzyści w wyniku wzrostu inflacji w gospodarce (np. sektor nieruchomości itp.)¹¹².

Poprawa koniunktury w połączeniu z hossą na rynku giełdowym może przynieść również korzyści w postaci wzrostu cen rynkowych przedsiębiorstwa, poprawy wiarygodności spółki w oczach inwestorów, co tworzy korzystny klimat na pozyskanie kapitału – łatwość emisji akcji, mniejsze koszty emisji, większe możliwości pozyskania kredytów (np. pod zastaw aktywów).

Z kolei pogarszanie się koniunktury gospodarczej objawia się przeważnie zmniejszonym popytem na produkty przedsiębiorstwa (z wyłączeniem branż antycyklicznych), a co za tym idzie spadkiem sprzedaży i wzrostem zapasów. Dochodzi tym samym do obniżenia dochodów przedsiębiorstw, co skłania je do zmniejszania rozmiarów inwestycji i zatrudnienia. Obniżony wzrost PKB, wzrost bezrobocia powoduje dalszy spadek popytu i dalsze pogorszenie wyników przedsiębiorstw. Sytuację tę pogarszają dodatkowo rosnąca presja ze strony konkurentów i spadek cen sprzedawanych produktów, co w przypadku słabych ekonomicznie podmiotów prowadzi nawet do ich bankructwa. W takiej sytuacji nie chodzi już więc często stricte o tworzenie wartości lecz w wielu przypadkach po prostu o jej ochronę i przetrwanie podmiotu.

¹¹² Por. Lee T., op. cit., s. 39.

Możliwości ochrony wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa przed niekorzystnymi zmianami w koniunkturze zależą w dużym stopniu od jego potencjału wewnętrznego i zdolności adaptacji do nowych warunków. Od tego, jak szybko i w jakim stopniu przedsiębiorstwo jest w stanie wkroczyć na ścieżkę wzrostu intensywnego, a więc na ile jest w stanie zwiększyć swoją wydajność, efektywność, wykorzystać zmiany jakościowe (innowacje, postęp technologiczny itp.) do zmniejszenia nakładów (obniżenia kapitałochłonności, materiałochłonności). Pomimo stosunkowo większej dostępności zasobów w fazie kryzysu niż w fazie wzrostu gospodarczego, rozwój przedsiębiorstwa poprzez wzrost ekstensywny, a więc rozszerzenie bazy gospodarczej, podniesienie nakładów, zmiany ilościowe, nie jest zasadniczo możliwy. Dzieje się tak ze względu na ograniczony popyt oraz nadwyżki mocy produkcyjnych, jakimi zazwyczaj dysponuje w tej fazie przedsiębiorstwo, co skłania je raczej do ograniczania nakładów i inwestycji.

Okres kryzysu gospodarczego może nieść z sobą także pewien pozytywny aspekt dla wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. Stwarza bowiem lepsze możliwości do efektywnej restrukturyzacji zatrudnienia, majątku, kosztów itd. W fazie kryzysu skłonność do zmian jest bowiem dużo większa niż w czasie prosperity, co sprawia, że problemy, których rozwiązania nie podejmowano się w trakcie koniunktury lub też próby takie kończyły się niepowodzeniem, mogą zostać rozwiązane.

Analizując wpływ cyklu koniunkturalnego na siłę fundamentalną przedsiębiorstwa (jego wartość wewnętrzną), nie należy ograniczać się tylko i wyłącznie do analizy klasycznych cykli koniunkturalnych (*business cycle*), charakteryzujących się spadkiem lub wzrostem absolutnego poziomu PKB, ale trzeba wziąć także pod uwagę wpływ cykli wzrostowych (*growth cycle*), uwzględniających bardziej dyskretne wahania wokół trendu, w których nie dochodzi do absolutnego załamania, lecz jedynie do okresowego osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego¹¹³. Co więcej w gospodarce mamy do czynienia także z innymi rodzajami wahań, takimi jak wahania sezonowe (związane z warunkami klimatycznymi, zwyczajami w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej) czy też wahania występujące z przyczyn losowych, wahania przypadkowe (np. zmiany w regulacjach, polityce itp.). Wahania te są na ogół zjawiskiem niekorzystnym dla przedsiębiorstwa, prowadzą bowiem do nierównomierności wykorzystania mocy produkcyjnych.

¹¹³ Por. Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC), <http://www.biec.org> oraz Matkowski Z., Cykle w rozwoju gospodarki polskiej, w: Matkowski Z. (red.), *Złożone wskaźniki koniunktury dla gospodarki polskiej oparte na standardach UE i OECD*, Wydawnictwo IRG SGH, Warszawa 1998, s. 10.

Wahania sytuacji gospodarczej należy także rozpatrywać ze względu na ich zasięg geograficzny, tj. czy dotyczą one tylko pewnych sektorów gospodarki, obejmują cały kraj czy też mają wymiar międzynarodowy. Należy mieć także na uwadze, że cykl koniunkturalny Polski staje się coraz bardziej zsynchronizowany z cyklami gospodarczymi innych krajów świata¹¹⁴, tym samym wartość wewnętrzna przedsiębiorstw kształtowana jest także przez impulsy płynące z innych gospodarek.

2.1.2. Czynniki wtórne

Zgodnie z przedstawioną wcześniej definicją, czynniki wtórne siły fundamentalnej to czynniki z zakresu mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa. Są to czynniki, które przedsiębiorstwo może w mniejszym (mikrootoczenie) lub większym (wnętrze) stopniu kształtować.

Poziom, siła i kierunek oddziaływania tych czynników na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa uwarunkowana jest przez czynniki pierwotne, znajdujące swoje źródło w makrootoczeniu. Dzieje się tak, ponieważ czynniki z makrootoczenia wywierają duży wpływ na atrakcyjność poszczególnych branż, strategiczne wybory spółki, jej efektywność i plany rozwojowe.

Wśród czynników wtórnych siły fundamentalnej (por. rys. 2.1, s. 47), wyodrębniono trzy główne grupy, a mianowicie:

- czynniki ze sfery mikrootoczenia,
- czynniki występujące na styku mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa,
- czynniki z wnętrza przedsiębiorstwa.

Do pierwszej grupy zaliczyć można takie czynniki, jak:

- atrakcyjność sektora,
- pozycja i przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa, determinowana m.in. przez:
 - konkurencję w sektorze,
 - stopień zagrożenia nowymi wejściami, substytutami,
 - siłę przetargową odbiorców,
 - siłę przetargową dostawców,
 - charakterystykę interesariuszy i relacji z nimi.

¹¹⁴ Por. Piech K., Cykl koniunkturalny Polski a światowy cykl koniunkturalny – wnioski dla polityki stabilizacyjnej, w: Piech K. i Szczodrowski G. (red.), Przemiany i perspektywy polskiej gospodarki w procesie integracji z gospodarką światową, Warszawa 2002, <http://mikro.univ.szczecin.pl>.

Wszystkie te czynniki mają istotne znaczenie dla tworzenia i ochrony wartości w przedsiębiorstwie, a ich siła oddziaływania zależy od wielu elementów. Ich syntetyczne przedstawienie zaprezentowane zostało w tabeli 2.1.

Tabela 2.1

Czynniki determinujące atrakcyjność sektora oraz pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa

1.	Atrakcyjność sektora
	<ul style="list-style-type: none"> – wiek sektora, – czynniki popytowe (chłonność rynku, tempo wzrostu, struktura, elastyczność cenowa, sezonowość popytu, siła przetargowa odbiorców), – czynniki podażowe (konkurencja w sektorze, zagrożenie nowymi wejściami, substytutami, siła przetargowa dostawców, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych), – czynniki z zakresu efektywności, wydajności (udział w rynku, przeciętna marża w branży, wysokość kosztów stałych, korzyści skali, krzywa doświadczenia), – czynniki technologiczne (dojrzałość, zmienność, trudność opanowania technologii, zakres ochrony patentowej, know-how, wydatki na B+R, potrzeby kapitałowe), – czynniki makroekonomiczne (koniunktura w branży, wpływ stóp procentowych, inflacji, kursu walutowego na branżę, regulacje).
2.	Pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa
a)	<p>Rywalizacja z konkurentami w sektorze</p> <ul style="list-style-type: none"> – liczebność, zróżnicowanie konkurentów, – wzrost, wiek i koncentracja sektora, – strategie konsumentów, – strategiczna ważność rynku, – udział kosztów stałych, – stopień zróżnicowania wyrobów, – koszty zmiany, – skokowy przyrost zdolności produkcyjnych, – bariery wyjścia: wyspecjalizowane zasoby, stałe koszty wyjścia, współzależność o charakterze strategicznym, restrykcje państwowe i społeczne, przeszkody emocjonalne).
b)	<p>Zagrożenie nowymi wejściami</p> <ul style="list-style-type: none"> – atrakcyjność, wiek sektora, – możliwość represji, – bariery wejścia: ekonomia skali, zróżnicowanie wyrobów, potrzeby kapitałowe, tożsamość marki, koszty zmian, dostęp do kanałów dystrybucji, gorsza sytuacja kosztowa wynikająca z przewagi konkurencyjnej (wyłączność technik produkcji, know-how, korzystny dostęp do surowców, korzystne lokalizacje, korzyści uczenia się/krzywa doświadczenia), polityka państwa, oczekiwane reakcje odbiorców).
c)	<p>Zagrożenie produktami i usługami substytucyjnymi</p> <ul style="list-style-type: none"> – atrakcyjność sektora, wiek sektora, – koszty zmiany, – opłacalność stosowanych dóbr o charakterze substytucyjnym, – szybkość zmian technologii, – skłonność nabywców do stosowania dóbr o charakterze substytucyjnym.
d)	<p>Siła przetargowa odbiorców</p> <p>Przewaga wynikająca z siły przetargowej:</p> <ul style="list-style-type: none"> – koncentracja, liczba nabywców, walka konkurencyjna w sektorze nabywców, – wielkość popytu w porównaniu do wielkości oferowanej, – koszty zmiany,

Tabela 2.1 cd.

	<ul style="list-style-type: none"> – groźba integracji wstecz, – dostępność informacji, – dostępność produktów o charakterze substytucyjnym. <p>Elastyczność cen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – udział kosztów zakupów w kosztach nabywcy, – zróżnicowanie dóbr, – tożsamość marki, – wpływ dobra na jakość końcową u odbiorcy, – wielkość zysków nabywcy, – zachęty dla osób podejmujących decyzje.
e)	<p>Siła przetargowa dostawców</p> <ul style="list-style-type: none"> – koncentracja, liczba dostawców, walka konkurencyjna w sektorze dostawców, – wielkość zamówień generowanych przez odbiorcę, – znaczenie dostarczanych dóbr na jakość końcową u odbiorcy, – udział kosztów dostaw w kosztach odbiorcy, – zróżnicowanie dóbr, – dostępność substytutów, – koszty zmiany, – groźba integracji w przód.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Porter M.E., Przewaga konkurencyjna. Osiąganie i utrzymywanie lepszych wyników, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006, s. 33, Porter M.E., Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2006, s. 24-55, 146-166, Gierszewska G., Romanowska M., Analiza strategiczna przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2003, s. 319.

Istotnym czynnikiem siły fundamentalnej jest umiejętność wykorzystania przez przedsiębiorstwo faktu, że wytwarza ono wartość dla odbiorców. Powinno więc czerpać z tego tytułu możliwie szerokie korzyści oraz ograniczyć taką sposobność podmiotom trzecim. Musi zadbać o to, aby pojawienie się nowych konkurentów czy też rywalizacja pomiędzy istniejącymi przedsiębiorstwami nie prowadziła do przesunięcia wartości w ręce odbiorców (np. pod postacią niższych cen) lub, by wartość ta nie została roztrwoniona w wyniku zwiększenia się kosztów działalności danej branży, bądź przejęta przez inne przedsiębiorstwa. Ważną kwestią jest również siła przetargowa nabywców i dostawców, która wyznacza stopień, w jakim także i oni przejmują tę wartość dla siebie lub pozostawiają ją w przedsiębiorstwie. Z kolei pojawienie się substytutów informuje o stopniu, w jakim inne produkty mogą zaspokajać potrzeby odbiorców, tym samym dochodzi do wyznaczenia maksymalnej ceny, jaką będą skłonni zapłacić nabywcy, co ma istotne znaczenie dla wzrostu wartości wewnętrznej podmiotu. Trzeba zaznaczyć, że substytuty są szczególnie groźne w przypadku, gdy mogą zastępować dane wyroby jednocześnie pod względem cenowo-efektywnościowym oraz gdy pojawiają się w branżach, które charakteryzują się wysokimi marżami¹¹⁵.

¹¹⁵ Por. Porter M.E., Przewaga konkurencyjna. Osiąganie i utrzymywanie lepszych wyników, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006, s. 35, 36.

Pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa nie jest stała w czasie i ulega zmianom. Zarówno sektor, jak i znajdujące się w nim przedsiębiorstwa stale ewoluują, stąd tak ważny jest cykl życia sektora, przedsiębiorstwa i jego produktów. Istotną rolę odgrywa także kwestia poziomu niezbędnych inwestycji, dyfuzji technologii oraz związana z nimi trwałość przywództwa technologicznego¹¹⁶.

Konkurencja w sektorze nie zawsze musi oddziaływać negatywnie na przedsiębiorstwo. Można wymienić szereg korzyści strategicznych związanych z faktem posiadania konkurentów, co nie zwalnia oczywiście z krytycznej oraz szczegółowej analizy ich siły i słabości¹¹⁷. Korzyści te przedstawione zostały w tabeli 2.2.

Tabela 2.2

Korzyści strategiczne wynikające z faktu posiadania konkurentów

1.	<p>Umocnienie przewagi konkurencyjnej</p> <ul style="list-style-type: none"> – neutralizowanie wahań popytu, – zwiększenie możliwości stosowania strategii zróżnicowania, – obsługiwanie nieatrakcyjnych segmentów, – zapewnienie parasola kosztowego, – zdobycie większej siły przetargowej w negocjacjach z pracownikami i rządem, – zmniejszenie ryzyka związanego z przepisami antymonopolowymi, – zwiększenie motywacji.
2.	<p>Poprawienie aktualnej struktury branży</p> <ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie popytu wewnątrz branży, – poszukiwanie przez nabywców alternatywnych źródeł dostaw w celu uniezależnienia się, obniżki kosztów i poprawy siły przetargowej, – wspieranie korzystnych elementów struktury branży (zmniejszenie wrażliwości nabywców na ceny, tworzenie bariery wejścia).
3.	<p>Wspomaganie rozwoju rynku</p> <ul style="list-style-type: none"> – podział kosztów poszerzenia rynku, – zmniejszenie ryzyka nabywcy, – wsparcie w zakresie standaryzacji lub uzasadnienie wprowadzenia nowej technologii, – promocja wizerunku branży.
4.	<p>Zapobieganie nowym wejściom</p> <ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie prawdopodobieństwa zastosowania i intensywności działań odwetowych, – symbolizowanie trudności związanych ze skutecznym wejściem na rynek, – blokowanie potencjalnych dróg wejścia, – wypełnienie kanałów dystrybucji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Porter M.E., Przewaga konkurencyjna. Osiągnięcie i utrzymywanie lepszych wyników, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006, s. 254-265.

¹¹⁶ Więcej informacji na wyżej wymienione tematy znaleźć można w: Porter M.E., Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2006, s. 207-235, Porter M.E., Przewaga..., wyd. cyt., s. 211-251, Kotler P., Marketing, REBIS, Poznań 2005, s. 92-101, 158-180, 278-304, 328-344, Gołębiowski T., Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola, Difin, Warszawa 2001, s. 229-360, Damodaran A., op. cit., s. 791-826, 1406-1408.

¹¹⁷ Więcej informacji na temat syntetycznej oceny siły i słabości konkurentów znaleźć można w: Porter M.E., Strategia..., wyd. cyt., s. 94-98.

Analizując czynniki siły fundamentalnej z zakresu mikrootoczenia należy również zwrócić uwagę na kwestię właściwych relacji przedsiębiorstwa z interesariuszami. Umiejętność tworzenia i podtrzymywania tych relacji staje się niezbędną kompetencją spółki, potrzebną do osiągnięcia przez nią sukcesu finansowego.

Właściwe relacje między przedsiębiorstwem a interesariuszami stanowią aktywa niematerialne spółki, mają dla niej określone znaczenie i wartość¹¹⁸. Do korzyści z tym związanych zaliczyć można¹¹⁹:

- zmniejszenie ryzyka dla akcjonariuszy,
- zwiększoną innowacyjność przedsiębiorstwa,
- uzyskanie cennego źródła informacji, zasobów i kompetencji niezbędnych do wykorzystania nowych możliwości oraz ekspansji na nowe rynki,
- pozytywny wpływ na reputację przedsiębiorstwa i wartość jego marki,
- ograniczenie kosztów związanych z monitorowaniem interesariuszy, procesów, rozwiązywaniem konfliktów, motywowaniem.

Znaczenie poszczególnych relacji i grup interesariuszy będzie różnić się w zależności od branży, w jakiej działa przedsiębiorstwo (np. branża wydobywcza – państwo, organizacje ekologiczne, lokalne społeczności; firmy high-tech – pracownicy) oraz etapu rozwoju (cyklu życia) przedsiębiorstwa (w początkowej fazie relacje te są dopiero tworzone, a dopiero z czasem zamieniane na cenne aktywa).

Przykłady pożądaných rezultatów biznesowych rozpatrywanych przez pryzmat kluczowych interesariuszy oraz posiadanych przez nich zasobów i umiejętności przedstawiono w tabeli 2.3.

¹¹⁸ Coraz częściej powstają także narzędzia, które mają pomóc w ocenie i poprawie jakości strategicznie ważnych relacji między interesariuszami, np. Stakeholder 360. Por. CIM, The stakeholder 360: Measuring the quality of stakeholder relationships, <http://www.sfu.ca>.

¹¹⁹ Por. Svendsen A.C., Boutilier R.G., Abbott R.M., Wheeler D., op. cit., s. 9-12, Cooke P, Wills D., Small Firms, Social Capital and the Enhancement of Business Performance Through Innovation, Small Business Economics, Vol. 13, Issue 3, November 1999 oraz Leana C.R., Van Buren III H.J., Organizational social capital and employment practices, Academy of Management Review, Vol. 24, No. 3, 1999.

Tabela 2.3

Pożądane przez przedsiębiorstwo rezultaty biznesowe z punktu widzenia
kluczowych umiejętności i zasobów interesariuszy

Pożądany rezultat biznesowy	Kluczowe umiejętności	Kluczowi interesariusze	Zasoby kontrolowane przez interesariuszy
Innowacyjność	Umiejętność przyswajania i wykorzystywania nowych pomysłów i informacji, umiejętność współpracy	Pracownicy, kooperanci, organizacje branżowe, uniwersytety, jednostki R&D	Zaawansowana, unikalna wiedza, informacje o konkurencji, procesach, praktykach i innowacjach oraz sposobach implementacji
Ekspansja rynkowa	Umiejętność identyfikowania i wykorzystywania nowych rynków	Menedżerowie, klienci, kooperanci, liderzy organizacji społecznych	Szczegółowe informacje dotyczące nowych rynków, dostęp do lokalnych zasobów (dostawców, pracowników, surowców itp.)
Baza kapitałowa	Umiejętność pozyskania kapitału własnego i długu, ograniczenia kosztów z tym związanych	Właściciele, banki i inne instytucje finansowe, inwestorzy	Nadwyżkowy kapitał
Kapitał ludzki	Umiejętność utrzymania i pozyskania wysokiej klasy specjalistów, umiejętność wytworzenia dobrej atmosfery, współpracy, umiejętność wytworzenia dobrych relacji ze związkami zawodowymi	Obecni i przyszli pracownicy, menedżerowie, związki zawodowe i ich przywódcy	Siła robocza, know-how, wysoka produktywność, innowacyjność zatrudnionych
Przyzwolenie społeczne na działalność	Umiejętność zarządzania ryzykiem społecznym i wnoszenia wartościowego wkładu na rzecz społeczności	Menedżerowie, pracownicy, lokalna administracja, społeczność, regulatorzy	Zgoda i poparcie dla propozycji, przychylne spojrzenie, ułatwienia i okresy przejściowe, regulacje
Zrównoważone związki kooperacyjne	Umiejętność współpracy, szybkiego i efektywnego reagowania na zmiany w otoczeniu	Dostawcy, odbiorcy, partnerzy strategiczni	Kanały dystrybucji, dostaw, efektywność finansowa i operacyjna, informacje, technologia, wspomaganie finansowe
Przywiązanie, lojalność klientów, wzrost wartości marki	Umiejętność wytworzenia silnej emocjonalnej więzi z klientami, umiejętność przewidywania zmian w potrzebach klientów, umiejętność zaangażowania klientów w kreowanie wartości przedsiębiorstwa	Pracownicy, klienci, dostawcy, inwestorzy, liderzy opinii publicznej (media, analitycy itp.)	Pozytywna opinia, komentarz, reklama szeptana, baza dochodów, reputacja, niezaspokojone potrzeby

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Svendsen A.C., Boutilier R.G., Abbott R.M., Wheeler D., Measuring the business value of stakeholder relationships. Part one, CIM, 2001, <http://www.sfu.ca>, s. 26-28 oraz Post J.E., Pretson L.E., Sachs S., Managing the extended enterprise: The new stakeholder view, California Management Review, Vol. 45, Issue 1, Fall 2002, s. 10.

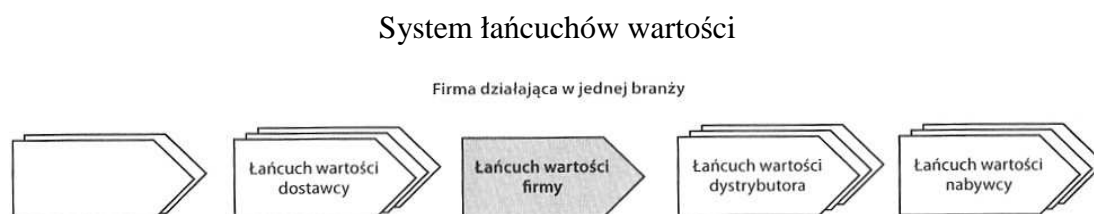
Druga grupa wyodrębnionych wtórnych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa zawiera czynniki ze styku mikrootoczenia oraz wnętrza

przedsiębiorstwa. Jej zakres podkreśla istotną rolę w maksymalizowaniu długotrwałego wzrostu wartości wewnętrznej podmiotu takich czynników, jak:

- efektywna kontrola łańcucha i tworzonej na jego etapach wartości dodanej,
- możliwość wzrostu wartości przedsiębiorstwa w oparciu o rozwój zewnętrzny lub wewnętrzny,
- aliance strategiczne.

Pozycja, jaką zajmuje podmiot w systemie łańcuchów tworzenia wartości (por. rysunek 2.3) oraz potencjał i siła jego wewnętrznego łańcucha wartości (por. tabela 2.4) to ważne determinanty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Rysunek 2.3



Źródło: Porter M.E., Przewaga konkurencyjna. Osiąganie i utrzymywanie lepszych wyników, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006, s. 63.

Na system łańcuchów wartości składają się zarówno łańcuchy wartości dopływowej (dostawcy), jak i odpływowej (dystrybutorzy), kończąc na łańcuchu wartości nabywcy. Przedsiębiorstwo jest zatem ogniwem szerszego łańcucha podmiotów tworzących wartość dodaną, jednocześnie tworząc samemu kolejny podsystem – swój wewnętrzny łańcuch wartości. Ten ostatni przedstawia łączną wartość, na którą składają się działania wartościowe oraz marża, przy czym marża stanowi także nieodzowny element łańcucha wartości dostawców, jak i dystrybutorów¹²⁰.

Jak już wskazywano wcześniej, niezwykle ważnym czynnikiem siły fundamentalnej jest umiejętność przedsiębiorstwa do przejmowania wartości, jaka zostaje wykreowana w poszczególnych ogniwach łańcucha.

Na każdym etapie, ogniwie łańcucha mamy dodatkowo do czynienia z łańcuchem wewnętrznym, a w jego ramach z działaniami wartościowymi, czyli zróżnicowanymi pod względem istoty i technologii zadaniami, które realizuje przedsiębiorstwo w celu wytworzenia dobra wartościowego dla swoich odbiorców¹²¹. Działania te można podzielić na dwie główne grupy: działania podstawowe i pomocnicze.

¹²⁰ Por. Porter M.E., Przewaga..., wyd. cyt., s. 66.

¹²¹ Por. tamże, s. 66.

Przykładowe czynniki wartości w zakresie wyżej wspomnianych działań przedsiębiorstwa przedstawiono w tabeli 2.4.

Tabela 2.4

Przykładowe czynniki wartości w przekroju działań łańcucha wartości przedsiębiorstwa

Działania podstawowe i towarzyszące im przykładowe czynniki wartości	
Logistyka wewnętrzna	<ul style="list-style-type: none"> - wysoka jakość przedmiotu zakupów - posiadanie odpowiednio wyposażonych magazynów - sprawność procesów dowozu i składowania oraz logistyki wewnętrznej - sprawność kontroli stanu zapasów materiałowych
Działania operacyjne	<ul style="list-style-type: none"> - wysoka produktywność i elastyczność majątku produkcyjnego - standaryzacja podzespołów - wykorzystanie korzyści skali - umiejętność utrzymywania wysokiego stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych - nowoczesny majątek produkcyjny - optymalny stopień automatyzacji produkcji - wysoka sprawność systemów kontroli produkcji - optymalna lokalizacja zakładów produkcyjnych - sprawna organizacja procesów produkcyjnych
Logistyka zewnętrzna	<ul style="list-style-type: none"> - wielkość, lokalizacja i wyposażenie magazynów wyrobów - wielkość, stan, sprawność wykorzystania własnego taboru przewozowego - wysoka sprawność realizacji zamówień - niski koszt dystrybucji - wysoka sprawność i dobra lokalizacja własnych placówek dystrybucyjnych
Marketing i sprzedaż	<ul style="list-style-type: none"> - umiejętny dobór cech produktu - umiejętny dobór głębokości asortymentu - konkurencyjny poziom cen i warunków płatności - stabilność cen, warunków sprzedaży - właściwy dobór kanałów dystrybucji - skuteczna promocja - image marek produktów, wizerunek firmy na rynku - wysoka sprawność badań marketingowych - stopień opanowania rynku, segmentu
Serwis	<ul style="list-style-type: none"> - zakres i jakość usług przy- i posprzedażnych - zakres i okres gwarancji - stopień reakcji na reklamacje i sugestie nabywców
Działania pomocnicze i towarzyszące im przykładowe czynniki wartości	
Infrastruktura przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> - wysokie kwalifikacje i doświadczenie kadry kierowniczej - wysoka sprawność systemu planowania - elastyczne struktury organizacyjne i sprawne procedury - wysoka jakość koordynacji działań i procesów tworzących wartość dodaną - sprawny system kontroli spójny ze strategią przedsiębiorstwa - wydajny system informacyjny - wysoka sprawność procesów decyzyjnych - dobra kondycja finansowa przedsiębiorstwa - niski koszt kapitału dla finansowania rozwoju przedsiębiorstwa - szybkie i umiejętne wprowadzanie zmian w przedsiębiorstwie - umiejętność utrzymywania dobrych stosunków z grupami interesów - korzystny wizerunek przedsiębiorstwa

Tabela 2.4 cd.

Zarządzanie zasobami ludzkimi	<ul style="list-style-type: none"> - wysoko wykwalifikowana kadra, właściwa struktura zatrudnienia - sprawność systemu rekrutacji, selekcji, szkolenia - wysoka wydajność pracy - dobra organizacja pracy - skuteczny system motywacyjny - spójność strategii i kultury przedsiębiorstwa - poprawne relacje władze przedsiębiorstwa – związki zawodowe
Rozwój technologii	<ul style="list-style-type: none"> - wysoko wykwalifikowana kadra oraz rozwinięta baza B+R - wysoka sprawność własnych badań i rozwoju produktów oraz technologii, szybkość wprowadzania innowacji - wysoka jakość współpracy komórek współuczestniczących w procesach innowacyjnych - wysoka sprawność zarządzania jakością
Zaopatrzenie	<ul style="list-style-type: none"> - umiejętność selekcji tanich źródeł zaopatrzenia, zdolność do utrzymywania stałych cen zakupu (w warunkach inflacji), umiejętność zabezpieczenia się przed niekorzystnymi zmianami cen zakupu - umiejętność uzyskiwania efektów skali w zakupach - umiejętność zapewnienia terminowych dostaw - umiejętność różnicowania źródeł zakupów w celu minimalizowania uzależnienia od dostawców - utrzymywanie trwałych partnerskich relacji z dostawcami - optymalizacja warunków i sposobów pozyskiwania zasobów

Źródło: Gołębiowski T., Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola, Difin, Warszawa 2001, s. 212, 213.

Przedsiębiorstwo powinno tak kształtować swój potencjał, aby efektywność oraz tworzona i zatrzymywana w podmiocie wartość była jak największa. Nie należy jednak ograniczać się tylko do restrukturyzacji i rozwoju wewnętrznego. Przedsiębiorstwo powinno także aktywnie poszukiwać najlepszego miejsca w systemie łańcuchów wartości, a więc podejmować działania mające na celu przejęcie wartości dodanej występującej w ogniwach je poprzedzających (integracja wstecz) czy też występujących po (integracja w przód), jak również tych równoległych (integracja pozioma), czy też tworzyć alianse strategiczne z konkurentami.

Wzrost zewnętrzny stanowi konkurencyjną, ale także uzupełniającą formę zwiększania wartości przedsiębiorstwa w stosunku do wzrostu wewnętrznego. Wybór między rozwojem wewnętrznym a zewnętrznym uzależniony jest od wielu czynników, przy czym do głównych zaliczyć można¹²²:

- charakter sektora, w którym funkcjonuje lub chce funkcjonować przedsiębiorstwo (jego dojrzałość, bariery wejścia),
- względy taktyczne (presja czasu, neutralizacja konkurenta, dostępność celu/łatwość przejęcia),
- rynkową dostępność aktywów (aktywa unikatowe, trudne do skopiowania),

¹²² Por. Strategor, op. cit., s. 220-202.

- skłonność samego przedsiębiorstwa do wzrostu zewnętrznego (nastawienie kierownictwa, niedobór zasobów, kompetencji).

Możemy wyróżnić dwie zasadnicze odmiany fuzji i przejęć, tj.¹²³:

- okazyjne,
- o podłożu strategicznym.

W przypadku pierwszej odmiany chodzi głównie o osiągnięcie dochodów, nadwyżki finansowej, dzięki pojawiającej się w otoczeniu szansy, najczęściej poprzez nabycie, uzdrowienie i sprzedaż z zyskiem spółki, której wartość w momencie kupna jest niedoszacowana.

Fuzje i przejęcia w rozumieniu strategicznym nastawione są natomiast na korzyści długofalowe. Do ich głównych motywów realizacji zaliczyć można korzyści synergiczne wynikające z połączenia lub przejęcia, oczekiwane zarówno w sferze przychodowej, jak i kosztowej. Wśród możliwych efektów synergicznych wymienić można m.in.¹²⁴: zwiększenie udziału w rynku, eliminację konkurencji, wzmocnienie siły rynkowej, przetargowej, korzyści obszaru/zasięgu (*economy of scope*), poszerzenie portfolio, komplementarność, zwiększenie i skuteczniejszą kontrolę nad wartością dodaną, inne korzyści finansowe (wykorzystanie nadwyżkowych funduszy, przejęcie wolnej gotówki, obniżenie kosztu kapitału, zwiększenie zdolności do zadłużenia, korzyści podatkowe), zwiększenie efektywności wynikające z integracji technologicznej, organizacyjnej itp., uniezależnienie się od dostawców, pośredników, korzyści skali (*economy of scale*), obniżenie kosztów transakcyjnych, zdobycie know-how, kompetencji, unikalnych aktywów. Motywy wymienione powyżej odnoszą się do racjonalnych działań przedsiębiorstwa nastawionych na wzrost jego wartości.

Fuzje i przejęcia odbywają się także z innych pobudek, niezwiązanych stricte z tworzeniem wartości, a ukierunkowanych m.in. na¹²⁵: interes własny menedżerów (wzrost wynagrodzeń, tuszowanie słabości swojego zarządzania, zwiększenie władzy, swobody działania), naśladownictwo, motywy prestiżowe.

¹²³ Por. tamże, s. 210.

¹²⁴ Por. tamże, s. 210-219 oraz Lewandowski M., Motywy nabywcy i sprzedawcy, w: Frąckowiak W. (red.), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 1998, s. 23. Obszerny opis korzyści oraz kosztów strategicznych związanych z procesami fuzji i przejęć (integracją pionową i poziomą) można znaleźć także w: Porter M.E., Strategia..., wyd. cyt., s. 366-384.

¹²⁵ Wszystkie powyższe motywy fuzji i przejęć można zamknąć na ogół w czterech podstawowych kategoriach: motywy techniczne i operacyjne, motywy rynkowe, motywy finansowe, motywy menedżerskie. Szerzej na ten temat w: Lewandowski M., op. cit., s. 22-38 oraz Strategor, op. cit., s. 227.

Pomimo iż fuzje i przejęcia postrzegane są często przez menadżerów jako najprostszy sposób na zwiększenie wartości przedsiębiorstwa, to praktyka gospodarcza boleśnie weryfikuje ten pogląd. Okazuje się bowiem, że rozwój zewnętrzny jest trudny do przeprowadzenia, a prawdopodobieństwo wzrostu wartości tą drogą niskie¹²⁶.

Wskazują na to dwa rodzaje badań:

- badania *ex ante* – analizujące oczekiwania rynku co do kosztów i korzyści wynikających z transakcji oraz uwzględniające prawdopodobieństwo dojścia jej do skutku,
- badania *ex post* – oceniające sukces lub porażkę transakcji po jej przeprowadzeniu i wdrożeniu.

W grupie tych pierwszych wyniki badań pokazują, że to akcjonariusze przedsiębiorstw przejmowanych zyskują najwięcej na transakcji, otrzymując średnio 20% premię w przypadku przyjaznego przejęcia, a w przypadku wrogiego około 35%¹²⁷. Akcjonariusze przedsiębiorstw przejmujących w przypadku transakcji polubownej otrzymują bardzo mały zysk, rzędu 2-5%¹²⁸.

Również wyniki badań *ex post* firmy McKinsey¹²⁹, przeprowadzonych w latach 1972-1983 w ramach Corporate Leadership Centre na próbie 116 programów przejęć największych przedsiębiorstw USA i Wielkiej Brytanii, zakwalifikowały około 61% analizowanych programów jako niepowodzenie, 23% jako sukces, a w przypadku 16% trudno było o jednoznaczne wnioski¹³⁰. Podobne badanie przeprowadzone w 1999 r. przez firmę KPMG potwierdziło powyższe wnioski¹³¹. Tylko w 17% przypadków (z 700 największych przejęć w latach 1996-1998) transakcja powiększała wartość połączonych przedsiębiorstw, w 30% przypadków nie odnotowano wyraźnego wpływu, a w 53% przypadków zanotowano obniżenie wartości. Także badania J.

¹²⁶ Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 399. Oczywiście można znaleźć także przykłady badań opisujące udane transakcje fuzji i przejęć – por. Damodaran A., op. cit., s. 1311 i 1312.

¹²⁷ Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 400, Damodaran A., op. cit., s. 1272 i 1273, Tuzimek R., Fuzje i przejęcia a wartość przedsiębiorstwa, w: Szablewski A. i Tuzimek R. (red.), Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2005, s. 354 i 355.

¹²⁸ Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 400.

¹²⁹ Por. tamże, s. 403-406.

¹³⁰ Program uznawano za udany, gdy przyniósł stopę zwrotu równą lub większą od kosztu kapitału własnego środków zaangażowanych w jego realizację. Z kolei inne badanie firmy McKinsey dotyczące rentowności sprzedaży przedsiębiorstwa przejmującego na tle średniej rentowności w branży w okresie przed i po przejęciu (oparte na próbie 20 przejęć) ukazało, że przed transakcją około 24% spółek charakteryzowało się rentownością wyższą od średniej branżowej, a po jej przeprowadzeniu odsetek ten spadł do 10% (w przypadku spółek, które charakteryzowały się rentownością sprzedaży zbliżoną do poziomu 3/4 średniej, odsetek spadł z 78% do 26%).

¹³¹ Por. Damodaran A., op. cit., s. 1310. Za sukces transakcji przyjmowano sytuację, w której w rok po przejęciu akcje połączonych przedsiębiorstw generowały zwrot wyższy niż średni dla danej branży.

Bleeke'a i D. Ernsta dotyczące fuzji i przejęć w ujęciu międzynarodowym¹³² są zbieżne z powyższymi wnioskami. Wskaźnik sukcesu przejęć, w analizie 150 spółek, wyniósł około 43%¹³³. Nieznacznie wyższy poziom sukcesu (53%) zanotowała w swoich badaniach, obejmujących około 300 transakcji powyżej 500 mln USD przeprowadzonych w USA w latach 90-tych, firma Mercer Management Consulting¹³⁴. Badania wykazują też, że duża część fuzji i przejęć rozpada się. Odsetek ten liczy nawet od 20% dla analiz obejmujących krótkoterminowy horyzont po transakcji, do blisko 50% w przypadku 10 letniego okresu¹³⁵.

Za główne przyczyny niepowodzeń można uznać¹³⁶: zbyt optymistyczne założenia (nadmiernie optymistyczna ocena potencjału rynkowego, przeszacowanie wartości wynikających z synergii), przepłcenie oraz problemy z integracją i realizacją przedsięwzięcia.

Z kolei największe prawdopodobieństwo powodzenia występowało w przypadku, kiedy przejmowane były mniejsze spółki w pokrewnych branżach, a przedsiębiorstwo przejmujące dobrze radziło sobie w podstawowej działalności¹³⁷.

Można zatem stwierdzić, że fuzji i przejęć nie powinno uważać się za remedium na problemy spółki, lecz traktować raczej jako formę rozwoju, tworzenia i podtrzymywania wartości dla spółek silnych fundamentalnie.

Wniosek ten potwierdzają także inne badania. I tak w badaniu obejmującym 85 spółek charakteryzujących się dużą dynamiką wzrostu kapitałów całkowitych i długoletnią, wysoką stopą wzrostu dla akcjonariuszy (wyselekcjonowanych z próby 5 tys. przedsiębiorstw), okazało się, że w większości przypadków w ich rozwoju wykorzystywane były przejęcia lub podejście łączone (przejęcia oraz wzrost wewnętrzny). Większości z nich udało się zachować wysoką rentowność (ROI), co

¹³² Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 426-428.

¹³³ Za przejęcia udane uznawano sytuację, w której przedsiębiorstwo przejmujące utrzymało lub zwiększyło stopę zwrotu z kapitału własnego oraz stopę zwrotu z aktywów. W przypadku transakcji na niewielką skalę opierano się na wywiadach z kierownictwem.

¹³⁴ Por. The Economist, Why too many mergers miss the mark, 4 January 1997.

¹³⁵ Por. Damodaran A., op. cit., s. 1311.

¹³⁶ Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 406-409.

Inne przeszkody w procesie fuzji i przejęć związane są także z następującymi kwestiami: asymetrią informacji, presją czasu, reakcją konkurentów na przejęcie, ingerencją organów państwowych, problemami prawnymi czy kulturowymi. Szerszy opis najczęstszych przyczyn niepowodzeń fuzji i przejęć odnaleźć można w: Lewandowski M., Stryśnik J., Zjawisko synergii w przypadku fuzji i przejęć przedsiębiorstw, w: Lewandowski M. (red.), Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych, WIG Press, Warszawa 2001, s. 231-240 oraz Damodaran A., op. cit., s. 1314 i 1315.

¹³⁷ Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 404. Szerszy opis kluczowych czynników sukcesu fuzji i przejęć odnaleźć można w: Lewandowski M., Stryśnik J., op. cit., s. 231-240 oraz Damodaran A., op. cit., s. 1313 i 1314.

nie powiodło się w przeważającej liczbie spółek stosujących wyłącznie strategię rozwoju wewnętrznego¹³⁸.

Alternatywną formą wzrostu zewnętrznego w stosunku do fuzji i przejęć są alianse strategiczne. Są to swoiste sojusze nawiązywane między przedsiębiorstwami będącymi faktycznymi lub potencjalnymi konkurentami, zmierzające do poprawy zarządzania i wzmocnienia pozycji konkurencyjnej¹³⁹. To, co wyróżnia je na tle fuzji i przejęć, to głównie zachowanie autonomii jednostek oraz łatwość odwrotu, rozwiązania współpracy¹⁴⁰. Jak pokazują badania rynku amerykańskiego procent przychodów osiąganych z aliansów strategicznych w 1000 największych spółek w USA wzrósł w okresie 1980-1997 z 2% do 21%. Podmioty korzystające z aliansów strategicznych uzyskują też lepsze wyniki – ich zwrot na kapitale własnym jest około 40% wyższy od średniej spółki z rankingu Fortune 500. Tym samym już około 60% menedżerów w USA aprobuje alianse, w porównaniu do 20% kilkanaście lat temu¹⁴¹.

W niektórych przypadkach można jednak odnieść wrażenie, że alianse traktowane są przez kierownictwo nie tyle jako narzędzie tworzenia wartości, ale raczej narzędzie rozwiązywania problemów, bez głębszej refleksji dotyczącej strategicznych konsekwencji tego kroku.

Przed zawarciem aliansu należy pamiętać o tym, że towarzyszyć mu mogą następujące problemy¹⁴²: konieczność ciągłego uzgadniania stanowisk, częściowo sprzeczne interesy, rozmycie odpowiedzialności, mniejsza elastyczność, chęć dominacji przez jednego z partnerów, dublowanie niektórych funkcji, operacji, aktywów.

Jak pokazują badania J. Bleeke'a i D. Ernsta¹⁴³, około 55% analizowanych przez nich międzynarodowych aliansów można było uznać za udane, przy czym za takie uznawano alianse, w których obie jednostki osiągnęły swoje bieżące cele strategiczne oraz zarobiły przynajmniej tyle, ile wynosił ich koszt kapitału. Okazało się także, że alianse są bardziej efektywne w przypadku, gdy oba przedsiębiorstwa są silne, a powiązania mają charakter autonomiczny i elastyczny.

¹³⁸ Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 404.

¹³⁹ Por. Strategor, op. cit., s. 240, 241.

¹⁴⁰ Należy zaznaczyć, że czasami łatwość ta bywa pozorna. W większości sytuacji podczas rozwiązywania aliansu dochodzi bowiem do przejęć. Jak pokazują badania J. Bleeke'a i D. Ernsta (por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 426, 430 – alianse międzynarodowe) oraz firmy McKinsey (por. tamże, s. 429 – alianse spółek japońskich z przedsiębiorstwami zagranicznymi) blisko 3/4 rozwiązanych aliansów zakończyło się przejęciem.

¹⁴¹ Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., *The Value Reporting Revolution. Moving Beyond The Earnings Game*, PWC, John Wiley & Sons, New York 2001, s. 115.

¹⁴² Por. Strategor, op. cit., s. 250, 251.

¹⁴³ Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 426-428.

Czynniki z trzeciej, ostatniej wyróżnionej grupy wtórnych czynników fundamentalnych, dotyczą sfery wnętrza przedsiębiorstwa, jego atutów, mocnych stron, posiadanych zasobów¹⁴⁴ oraz potencjału do tworzenia i ochrony wartości. Wśród nich na szczególną uwagę zasługują:

- aktywa materialne (rzeczowe, finansowe),
- aktywa niematerialne¹⁴⁵ (marka, wizerunek, klienci, pracownicy, badania i rozwój, innowacje, własność intelektualna, patenty itp.),
- istniejące między aktywami powiązania, relacje oraz efektywność ich wykorzystania i generowane przez nie wolne przepływy pieniężne, w tym czynniki, takie jak:
 - przychody,
 - koszty operacyjne,
 - struktura i koszt kapitału,
 - efektywna stopa podatkowa,
 - nakłady inwestycyjne,
 - implementacja strategii, system zarządzania w przedsiębiorstwie, procesy, model biznesowy,
 - ryzyko,
- wartości, etyka, odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstwa.

Należy ustalić więc, jakie aktywa materialne i niematerialne są w posiadaniu przedsiębiorstwa, sprawdzić, czy przedsiębiorstwo jest w stanie wygenerować z nich oczekiwane rezultaty (zarówno pod względem dochodu, jak i przepływów pieniężnych), czy odnajduje się w uwarunkowaniach rynkowych, posiada możliwości adaptacji do zmiennych warunków otoczenia, czy wprowadziło skutecznie strategię w życie i jaki jest jego potencjał do kreowania oraz ochrony wartości.

¹⁴⁴ Jeśli chodzi o zasoby, to pojęcie to ujmowane jest możliwie szeroko. Chodzi zarówno o aktywa materialne, jak i niematerialne, kompetencje czy też wiedzę. Podejście to zgodne jest zarówno z zasobową teorią przedsiębiorstwa, jak i kompetencyjną czy też tą opartą na wiedzy. Wszystkie powyższe teorie akcentują bowiem znaczenie posiadanych przez przedsiębiorstwo unikatowych, specyficznych zasobów. Ze względu na silne przenikanie się powyższych koncepcji N.J. Foss proponuje nawet, aby określać je łącznie jednym mianem – kompetencyjną teorią firmy. Por. Gorynia M., Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2000, s. 57, 58.

¹⁴⁵ W literaturze można znaleźć wiele alternatyw w nazewnictwie aktywów niematerialnych. Za pojęcia równoważne często przyjmowane są następujące terminy: kapitał intelektualny, niewidoczne/ukryte aktywa, miękkie aktywa, aktywa niefinansowe itp. Por. Marcinkowska M., Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa, w: Dobiała-Korona B. i Herman A. (red.), Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2006, s. 194 i 195. Autor niniejszej rozprawy używa terminu aktywa niematerialne, z uwagi na możliwie szeroki zakres terminu.

W kontekście powyższych rozważań trzeba podkreślić coraz większe znaczenie aktywów niematerialnych w kreowaniu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa i jego siły fundamentalnej. Aktywa te decydują coraz częściej o przewadze konkurencyjnej przedsiębiorstwa (tzw. *knowledge-based competition*) i jego potencjale wzrostu, szczególnie w warunkach tzw. nowej ekonomii (*new economy*)¹⁴⁶. Aktywa niematerialne są bowiem trudne do skopiowania, co w erze globalizacji i liberalizacji gospodarek oraz postępu technologicznego nabiera szczególnego znaczenia.

Z drugiej strony to właśnie ich niepowtarzalny, unikalny charakter oraz trudności w powiązaniu kosztów i przychodów im towarzyszących są głównym problemem, jeśli chodzi o ich wycenę i ujmowanie w tradycyjnych raportach finansowych. Dodatkowo sytuację tę pogarszają trudności w sprzedaży i kupnie tych aktywów (brak rozwiniętych rynków czy też niemożność ich sprzedaży ze względu na zindywidualizowany charakter) oraz ich zmienność w czasie czy też możliwości w zakresie efektywnego wykorzystania.

Powyższe wnioski potwierdzają badania firmy Arthur Andersen, przeprowadzone przy współudziale DYG Inc. oraz Health Forum na amerykańskich spółkach w latach 1978-1998¹⁴⁷. Pokazują one, że przedsiębiorstwa posiadające dużo aktywów fizycznych (materialnych) wykorzystywały kapitał mniej efektywnie. Przedsiębiorstwa o największym obciążeniu tymi aktywami miały gorszy współczynnik stopy zwrotu do ryzyka. W analizowanym okresie odnotowano także zmniejszenie się relacji wartości księgowej przedsiębiorstwa do jego wartości rynkowej z 98% do 28%¹⁴⁸, przy czym branże, w których rozbieżność między wartością księgową a rynkową jest największa, to głównie sektor zaawansowanych technologii, opieka zdrowotna, łączność, usługi finansowe. Badania te ujawniły także, iż 85% zarządzających dostrzega wagę inwestycji w aktywa niematerialne, lecz tylko 35% podejmuje kroki w tym kierunku, a formalne systemy sprawozdawczości w dużej mierze nie uwzględniają czynników i mierników niematerialnych, niefinansowych, co sprawia, że znaczna część tworzonej wartości znajduje się poza aktywną kontrolą i raportowaniem.

¹⁴⁶ Nowa ekonomia to „środowisko gospodarcze, które ukształtowało się pod koniec lat 90-tych XX wieku w efekcie równoczesnego działania różnych sił: rozwoju nowych środków łączności i technologii internetowych, globalizacji, konsolidacji branż, nowego pokolenia wkraczającego na rynek pracy oraz rosnącego znaczenia aktywów niematerialnych, takich jak wiedza, relacje i własność intelektualna” – Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., Odczytując kod wartości. Jak firmy tworzą wartość w gospodarce, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 186.

¹⁴⁷ Por. tamże, s. 11-15.

¹⁴⁸ Por. także badanie M. Blair z 1999 r., w: Dudycz T., op. cit., s. 234.

Aktywa niematerialne podzielić można na pięć głównych grup¹⁴⁹:

- kapitał ludzki (wykształcenie, kompetencje, wydatki, rotacja, morale i motywacja),
- klienci (lojalność, rotacja, udział w rynku, generowane przez nich obroty, zdolność pozyskiwania i zatrzymania),
- marka (zakres geograficzny, rynek, stabilność, udział, lojalność klientów, przywództwo, siła, inwestycje),
- badania i rozwój (wysokość wydatków i ich powiązanie z przyszłymi przychodami, innowacyjność, zaawansowanie technologiczne),
- własność intelektualna i patenty (liczba patentów i praw, wiek, stopień wykorzystania, atrakcyjność i zainteresowanie rynku, czas ochrony).

Alternatywną formą podziału może być także podział aktywów niematerialnych na¹⁵⁰:

- kapitał ludzki: wartość i efektywność wykorzystania oraz połączenia wiedzy, umiejętności, kompetencji, doświadczenia i kreatywności poszczególnych pracowników funkcjonujących w ramach określonej kultury organizacyjnej,
- kapitał strukturalny: obejmujący elementy stanowiące infrastrukturę wspierającą kapitał intelektualny, np. systemy informatyczne, sprzęt itp.; W ramach jego wyróżnia się:
 - kapitał organizacyjny: kapitał innowacyjny dbający o zabezpieczenie i rozwój podmiotu, jego produktów, patentów itd. oraz kapitał procesów zapewniający należyte funkcjonowanie przedsiębiorstw poprzez procesy zarządzania, pracy, technologii itp.,
 - kapitał klientowski: baza klientów oraz wytworzone z nimi relacje (czasami bywa on wyodrębniany jako trzecia samodzielna grupa).

Powyższe podziały nie są oczywiście jedynymi. Istnieje wiele różnych koncepcji strukturyzacji aktywów niematerialnych¹⁵¹. Można jednak znaleźć pewne cechy zbieżne. Takim wspólnym mianownikiem mógłby być podział na kapitał ludzki, kapitał klientów, kapitał procesu i kapitał struktury¹⁵².

¹⁴⁹ Por. Leadbeater C., *New measures for the new economy*, ICAEW, <http://www.oecd.org>, s. 20-24.

¹⁵⁰ Por. Marcinkowska M., *Roczny...*, wyd. cyt., s. 206-207.

¹⁵¹ Por. np. Dudycz T., *op. cit.*, s. 212-215.

¹⁵² Por. Skoczylas W., Niemiec A., *Mierniki monitorowania wartości przedsiębiorstwa*, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty...*, wyd. cyt., s. 107.

Jeśli chodzi o wkład aktywów niematerialnych w tworzenie wartości w przedsiębiorstwie, to korzyści osiągane dzięki nim dotyczyć mogą m.in. następujących sfer¹⁵³:

- generowania zysku od produktu i serwisu oraz bezpośrednio z samych aktywów niematerialnych (sprzedaż, opłaty licencyjne, dochód ze wspólnych przedsięwzięć, strategicznych przymierzy, nagrody itp.),
- pozycji strategicznej (udział w rynku, przywództwo, ustanawianie standardów, rozpoznawalna marka),
- przyswajania innowacji,
- lojalności klienta,
- obniżki kosztów,
- zwiększonej produktywności.

Od dłuższego czasu obserwuje się przesunięcie źródła zysków w przedsiębiorstwach. Zyski generowane są w coraz mniejszym stopniu przez sferę produkcyjną, a w coraz większym przez sferę szeroko pojętych usług dla klienta. Gwałtownie wzrósł rynek dotyczący usług dla klientów, przewyższa on dziś przychody związane z wytwarzaniem i sprzedażą produktów. Sprzedaż staje się niejako pretekstem dla oferowania szerokiej gamy usług¹⁵⁴. Satysfakcja klienta oraz lojalność rentownych klientów są obecnie powszechnie akceptowane jako generator wartości przedsiębiorstwa¹⁵⁵.

Wartość tę realizuje się w trzech płaszczyznach, tj. ¹⁵⁶:

- poprzez tworzenie korzyści dla klienta,
- wartość marki,
- wartość utrzymania klientów.

Dodatkowo klient staje się bezcennym źródłem informacji na temat oferty konkurencji, zbiorem doświadczeń czy źródłem innowacji¹⁵⁷. Bardzo istotna jest także sama wiedza o kliencie.

¹⁵³ Por. Dudycz T., op. cit., s. 236.

¹⁵⁴ Por. Szablewski A., Kapitał klienta, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora, Poltext, Warszawa 2006, s. 58.

¹⁵⁵ Por. Dobiegała-Korona B., Wartość dla klientów generatorem wartości przedsiębiorstwa, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A., op. cit., s. 220.

¹⁵⁶ Por. Dobiegała-Korona B., Klient kapitałem przedsiębiorstwa, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A., op. cit., s. 95.

¹⁵⁷ Por. Dobiegała-Korona B., Klient..., wyd. cyt., s. 97.

W procesie tworzenia wartości istotną rolę odgrywa także kapitał ludzki przedsiębiorstwa. Firma Watson Watt, twórca indeksu kapitału ludzkiego (*Human Capital Index, HCI*), dowodzi w swoich badaniach, że przedsiębiorstwa o najlepszych praktykach z zakresu kapitału ludzkiego mogą tworzyć wartość dla akcjonariuszy nawet dwukrotnie większą niż przedsiębiorstwa o przeciętnych standardach¹⁵⁸. Co więcej praktyki te są trwałe i uniwersalne, niezależne od sytuacji ekonomicznej, sytuacji na rynku kapitałowym.

Watson Watt wyróżnił 6 globalnych, spójnych wymiarów praktyk (składających się z około 40-50 szczegółowych elementów, procesów), które przyczyniają się do wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Są nimi: przejrzysty system nagród i odpowiedzialności (wzrost wartości od 16,5% do 21,5%), doskonałość w rekrutacji i zatrzymaniu pracowników (5,4-14,6% wzrostu), wspólne i elastyczne miejsce pracy (9,0-21,5%), otwartość komunikacji (2,6-7,1%) oraz zogniskowana technologia z zakresu HR w celu poprawy obsługi i precyzji czy cięcia kosztów (4,2-6,5%). Jedyną grupą praktyk, w której zidentyfikowano procesy mogące potencjalnie niszczyć wartość dla akcjonariuszy, było „rozważne wykorzystywanie zasobów”. Procesy, takie jak m.in. szkolenia i rozwój przygotowujący do awansu zawodowego czy też programy oceny 360°¹⁵⁹, mogą prowadzić do spadku wartości o 14,5-33,9%. Zdaniem autorów, nie jest wykluczone, że sposób zarządzania kapitałem ludzkim jest nawet ważniejszy od samego posiadanego kapitału.

Oprócz czynników, takich jak kapitał i praca, na pierwszy plan w procesie tworzenia wartości zaczyna wysuwać się wiedza. Okazuje się, że w krajach członkowskich OECD gospodarka oparta na wiedzy stanowi od 30 do 70% PNB, przy średnich szacunkach dla 2010 roku na poziomie około 70%¹⁶⁰.

Jak wskazuje A. Toffler można wymienić cztery cechy odróżniające wiedzę od pozostałych, tradycyjnych zasobów, tj.¹⁶¹:

- dominacja (wiedza zajmuje priorytetowe miejsce wśród pozostałych zasobów, ma strategiczne znaczenie),

¹⁵⁸ Przedstawione wyniki badań dotyczą analiz prowadzonych w latach 1998-2002 na ponad 2000 przedsiębiorstwach z całego świata. Por. Human Capital Index (HCI), Watson Wyatt, <http://www.watsonwyatt.com>.

¹⁵⁹ Ocena 360°, inaczej sprzężenie zwrotne 360° (*360 degree feedback*), polega na zebraniu opinii o pracowniku z kilku źródeł, a więc dopuszcza sytuację, w której podwładny ocenia swojego przełożonego lub współpracownik współpracownika.

¹⁶⁰ Por. Herman A., Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), op. cit., s. 33.

¹⁶¹ Por. Grudzewski W.M., Hejduk I.K., Systemy zarządzania wiedzą warunkiem wzrostu wartości firmy, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), op. cit., s. 248.

- niewyczerpalność (zasoby wiedzy nie zmniejszają się, kiedy jest ona przekazywana),
- symultaniczność (wiedza może być wykorzystywana jednocześnie przez wiele osób, w wielu miejscach),
- nieliniowość (brak jednoznacznej korelacji między wielkością zasobów wiedzy a korzyściami z tego płynącymi – należy zatem zadbać o odpowiednie wykorzystanie i zarządzanie wiedzą).

Analizując rolę aktywów materialnych i niematerialnych jako determinant siły fundamentalnej podmiotu i jego wartości wewnętrznej, trzeba zaznaczyć, że nie chodzi tu o przeciwstawienie sobie obydwu tych grup, ale o ich optymalną kombinację. O identyfikację czegoś, co firma Arthur Andersen w stworzonym przez siebie Modelu Dynamiki Wartości (*Value Dynamics*)¹⁶², określa jako ekonomiczne DNA przedsiębiorstwa¹⁶³.

Bardzo ważne jest właściwe zaprojektowanie modelu biznesowego, zarządzanie portfelem aktywów, pomiar uzyskiwanych z nich korzyści i ich kontrola. Część przedsiębiorstw ma bowiem problemy z odpowiedzią na pytanie, jakie aktywa posiadają i dlaczego. Nie liczy się przecież tylko stan posiadania, ale również przepływy związane z aktywami oraz efektywność ich wykorzystania. Wartość przedsiębiorstwa zależy bowiem od aktualnej wartości strumieni pieniężnych generowanych dzięki aktywom materialnym i niematerialnym oraz od odpowiedniej ich kombinacji, pozwalającej między innymi na komercjalizowanie innowacji w przyszłości¹⁶⁴. Aktywa materialne i niematerialne stanowią źródło przyszłych korzyści ekonomicznych przedsiębiorstwa i obejmują zarówno źródła wartości znajdujące się pod, jak i poza kontrolą przedsiębiorstwa, źródła wewnętrzne, jak i zewnętrzne oraz relacje odśrodkowe (prowadzące z przedsiębiorstwa na rynek), jak i dośrodkowe (źródła zasilenia przedsiębiorstwa).

Dokonując próby bardziej szczegółowej identyfikacji czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa w obrębie aktywów materialnych i niematerialnych oraz ich organizacji, integracji i implementacji w przedsiębiorstwie, należy zwrócić uwagę na czynniki

¹⁶² Aktywa przedsiębiorstwa zostały podzielone w modelu na 5 głównych grup i 25 czynników szczegółowych, tj. aktywa rzeczowe (grunty, budynki, wyposażenie i zapasy), aktywa finansowe (gotówkę, należności, zdolność przedsiębiorstwa do pozyskania długu, inwestycje i kapitał), pracowników i dostawców (pracownicy, dostawcy i partnerzy), klientów (klienci, kanały dystrybucji i podmioty stowarzyszone) oraz aktywa organizacyjne (przywództwo, strategia, struktura, kultura, marka, innowacje, własność intelektualna, wiedza, systemy i procesy). Model Dynamiki Wartości zalicza markę do aktywów organizacyjnych, gdyż jego twórcy uważają, że jest ona związana z ideami, kulturą i pracownikami przedsiębiorstwa w tej samej mierze, co z klientami. Por. Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., op. cit., s. 17-33, 101.

¹⁶³ Por. tamże, s. 21.

¹⁶⁴ Por. Dudycz T., op. cit., s. 235-243.

identyfikowane m.in. w ramach koncepcji monitora aktywów niematerialnych (*Intangible Assets Monitor*)¹⁶⁵ czy też strategicznej karty wyników (*Balanced Scorecard*)¹⁶⁶.

Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa w tych modelach przedstawione zostały w tabeli 2.5 oraz na rysunku 2.4.

Tabela 2.5

Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa w ujęciu
monitora aktywów niematerialnych (IAM)

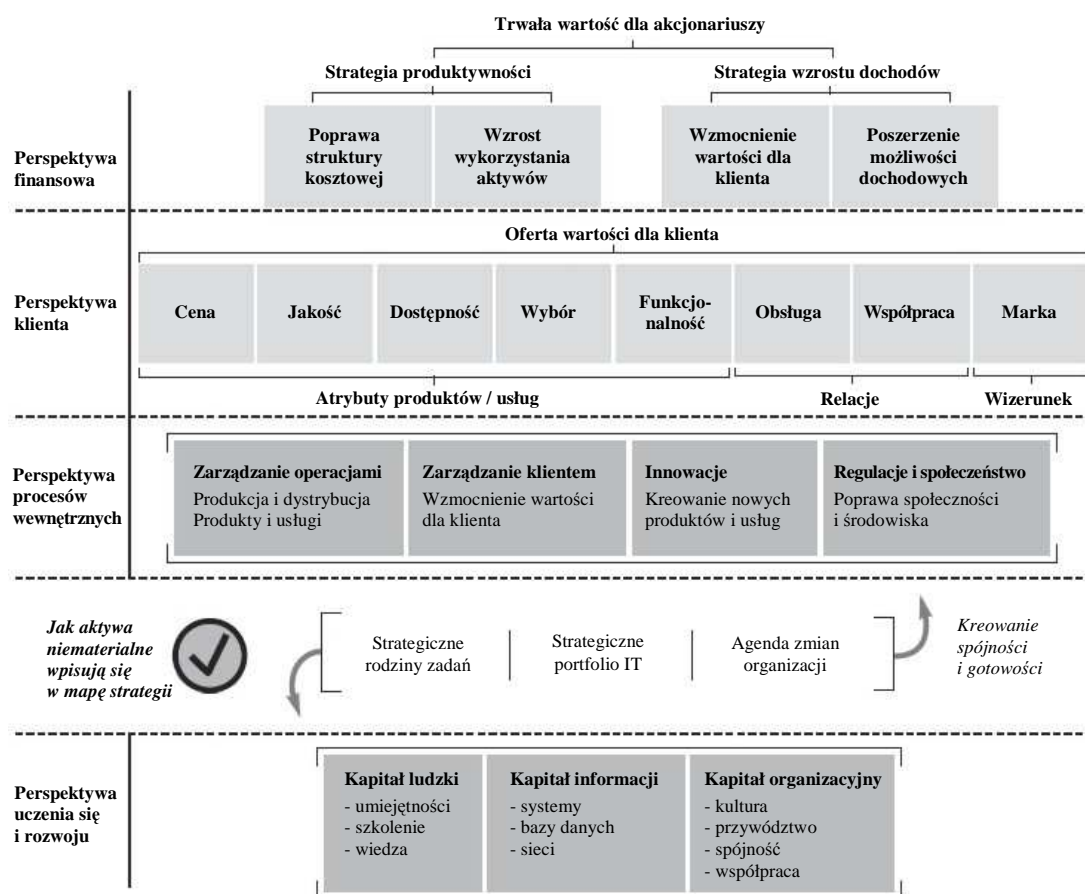
Wyszczególnienie	Wartość przedsiębiorstwa			
	Aktywa materialne	Aktywa niematerialne		
		Struktura zewnętrzna	Struktura wewnętrzna	Kompetencje
Wzrost	- tempo wzrostu aktywów ogółem - tempo wzrostu kapitału własnego	- wzrost organiczny	- inwestycje w IT - inwestycje w wewnętrzną strukturę	- indeks kompetencji - staż pracy - poziom wykształcenia - zmiany kompetencji
Innowacje, odnowa	- nakłady inwestycyjne	- klienci poszerzający znajomość marki - wielkość sprzedaży na nowego klienta	- klienci rozwijający organizację - udział nowych wyrobów/usług - wdrożone nowe procesy	- klienci wzbogacający kompetencje spółki - koszty szkoleń - różnorodność
Efektywność, wykorzystanie	- ROE - ROA - ROS	- rentowność na kliencie - wysokość sprzedaży na klienta - stopień wygranych / przegranych przetargów	- udział kadry wspomagającej w całkowitej liczbie zatrudnionych	- udział profesjonalistów w całk. liczbie zatrudnionych - efekt dźwigni - wartość dodana i zysk na pracownika oraz na profesjonalistę
Stabilność, ryzyko	- wypłacalność - płynność finansowa	- poziom satysfakcji klientów - udział dużych klientów - struktura wiekowa klientów - lojalność klientów - częstotliwość zakupów	- indeks wartości, postaw - wiek organizacji - rotacja pracowników wsparcia - struktura wiekowa pracowników	- rotacja profesjonalistów - płaca relatywna - staż pracowników

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sveiby K.E., *Creating Value with the Intangible Assets Monitor*, 1996-2003, <http://www.sveiby.com> oraz Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 213.

¹⁶⁵ Por. Sveiby K.E., *Creating Value with the Intangible Assets Monitor*, 1996-2003, <http://www.sveiby.com>.

¹⁶⁶ Por. Kaplan R.S., Norton D.P., *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, PWN, Warszawa 2007. Termin *Balanced Scorecard* doczekał się wielu różnych odpowiedników w języku polskim. Do jednych z najczęściej stosowanych należą: strategiczna karta wyników, zrównoważona karta wyników (por. tamże, s. 15). W rozprawie wszystkie powyższe terminy używane są zamiennie.

Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa w ujęciu strategicznej karty wyników (BSC)



Źródło: Por. Kaplan R.S., Norton D.P., Measuring the strategic readiness of intangible assets, Harvard Business Review, February 2004, s. 23.

Obydwa modele w wyraźny sposób akcentują znaczenie aktywów niematerialnych w procesie tworzenia wartości, wyróżniając trzy kluczowe sfery, odpowiednio:

- obszar struktury zewnętrznej/klientów,
- obszar struktury wewnętrznej/wewnętrznych procesów,
- obszar kompetencji ludzkich/uczenia się i rozwoju.

Modele uwzględniają jednak także stronę rzeczową i finansową działalności spółki, która stanowi naturalne uzupełnienie aktywów niematerialnych oraz pokazuje, czy strategia przynosi pożądane efekty¹⁶⁷.

Aktywa niematerialne rzadko kiedy kreują wartość same z siebie – muszą być połączone z innymi aktywami, zintegrowane z organizacją i jej strategią, aby być w

¹⁶⁷ Oczywiście istnieją także widoczne różnice między tymi koncepcjami. Więcej informacji na ten temat można znaleźć m.in. w: Sveiby K.E., The Balanced ScoreCard and the Intangible Assets Monitor, 2001, <http://www.sveiby.com>.

pełni wykorzystane. Aktywa te nie wpływają także zazwyczaj bezpośrednio na efektywność finansową przedsiębiorstwa, a raczej oddziałują pośrednio poprzez kompleksowe powiązania przyczynowo-skutkowe¹⁶⁸.

Niezbędnym czynnikiem sprawnego procesu tworzenia i ochrony wartości jest także pomiar i monitorowanie wyżej wymienionych aktywów, ich wzajemnych relacji oraz zmian¹⁶⁹.

Istnieje również potrzeba rozciągnięcia wykorzystania aktywów niematerialnych na obszary od operacyjnego po strategiczny. Bardzo ważne w procesie tworzenia wartości jest, by przedsiębiorstwo miało określoną strategię, by była ona wdrożona, zrozumiała i realizowana na wszystkich poziomach. Jak pokazują badania nie jest to jednak proste zadanie¹⁷⁰.

Istotnym czynnikiem siły fundamentalnej jest także umiejętność odpowiedniego wykorzystania strukturalnych możliwości generowania wartości przedsiębiorstwa poprzez¹⁷¹:

- zarządzanie wiedzą,
- podejście procesowe (m.in. *business process reengineering*),
- zarządzanie jakością (*TQM – total quality management*),
- konkurowanie czasem (*TBC – time based competition*; m.in. czas wejścia na rynek, czas obsługi, czas reakcji),

¹⁶⁸ Por. Kaplan R.S., Norton D.P., Measuring the strategic readiness of intangible assets, Harvard Business Review, February 2004, s. 21, 22.

¹⁶⁹ Twórcy BSC słusznie zauważają, że „jeśli nie można czegoś zmierzyć, nie można tym zarządzać”. Podkreślają oni także, że BSC zapewnia właściwą równowagę między zewnętrznymi miernikami satysfakcji klientów i akcjonariuszy, jak i wewnętrznymi miernikami efektywności kluczowych procesów i rozwoju oraz równowagę między miernikami dotyczącymi zdarzeń przeszłych (mierniki finansowe) i nośnikami przyszłej wartości (mierniki operacyjne). Por. Kaplan R.S., Norton D.P., Strategiczna..., wyd. cyt., s. 29 i 38 oraz Kaplan R.S., Norton D.P., The Balanced Scorecard - Measures that Drive Performance, Harvard Business Review, January-February 1991, s. 71.

Przykłady mierników w 4 wymienionych powyżej perspektywach znaleźć można w: Kaplan R.S., Norton D.P., Strategiczna..., wyd. cyt., s. 74-94, 122-127, 270, 271.

¹⁷⁰ Tylko około 59% dyrektorów najwyższego szczebla twierdzi, że wie jak wcielić misję i wizję w życie, przy czym w przypadku personelu niższego szczebla odsetek ten wynosi już tylko 7%. Często również brakuje zbieżności, spójności celów oraz motywacji do realizacji strategii, a także właściwej alokacji zasobów. Zaledwie 1/3 kierowników wyższego szczebla stwierdza, że system motywacyjny w ich przedsiębiorstwie powiązany jest z celami strategicznymi (10% w przypadku pozostałych zatrudnionych). Brakuje także informacji zwrotnej o realizacji strategii. Blisko 45% przedsiębiorstw podczas okresowych spotkań dotyczących oceny efektywności nie dokonuje przeglądu strategii. Por. Kaplan R.S., Norton D.P., Strategiczna..., wyd. cyt., s. 176-178.

Badania Deloitte wskazują natomiast, że aż 75% zarządzających (z 490 ankietowanych) za podstawowy problem w zarządzaniu wartością postrzega brak spójności między realizowanymi w przedsiębiorstwie projektami a jego strategią. Por. Sońta E., Jakubowski K., Mapa Wartości: Zarządzanie portfelem projektów, <http://www.deloitte.com>.

¹⁷¹ Więcej informacji na wyżej wymienione zagadnienia można znaleźć np. w: Bachman D., Procesowe zarządzanie przedsiębiorstwem, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), op. cit., s. 281-318.

- efektywną obsługę klienta (*ECR – efficient consumer response*), efektywne zarządzanie relacjami z klientem (*CRM – customer relationship management*),
- elastyczne wytwarzanie (*agile manufacturing*),
- rachunek kosztów działań (*ABC – activity based costing*),
- controlling,
- nadzór korporacyjny itp.

W identyfikacji czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa należy zwrócić szczególną uwagę na efektywność podmiotu, jego potencjał do generowania zysków oraz wolnych przepływów pieniężnych.

W ujęciu modelowym siły fundamentalnej wśród czynników determinujących powyższe kwestie, pozostających jednocześnie pod wpływem przedsiębiorstwa, wymieniono (por. rys. 2.1, s. 47):

- przychody,
- koszty operacyjne,
- strukturę i koszt kapitału,
- efektywną stopę podatkową,
- nakłady inwestycyjne,
- strategię przedsiębiorstwa, jego model biznesowy, system zarządzania, procesy,
- ryzyko.

Czynniki te można analizować zarówno w ujęciu, w jakim wpływają one na efektywność czy wzrost przedsiębiorstwa, jak również przez pryzmat stopnia kontroli i szybkości uzyskiwania efektów podjętych działań.

Kwestia uwarunkowań tworzenia wartości w ujęciu dochodowym doczekała się wielu zbliżonych opracowań, które potwierdzają wagę wyżej zaprezentowanych czynników¹⁷².

¹⁷² Oprócz przedstawionej w pracy koncepcji A. Rappaporta, w literaturze można spotkać więcej propozycji modeli opisujących źródła i czynniki tworzenia wartości. Większość z nich posiada wiele cech wspólnych z niniejszą propozycją.

I tak np. konsultanci firmy PricewaterhouseCoopers ujęli czynniki wymieniane przez A. Rappaporta w trzy sfery: sferę strategiczną (ryzyko i rentowność), sferę finansową (obejmującą 7 wyżej wymienionych czynników) oraz sferę operacyjną (czynniki specyficzne dla danej jednostki). Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 101-104.

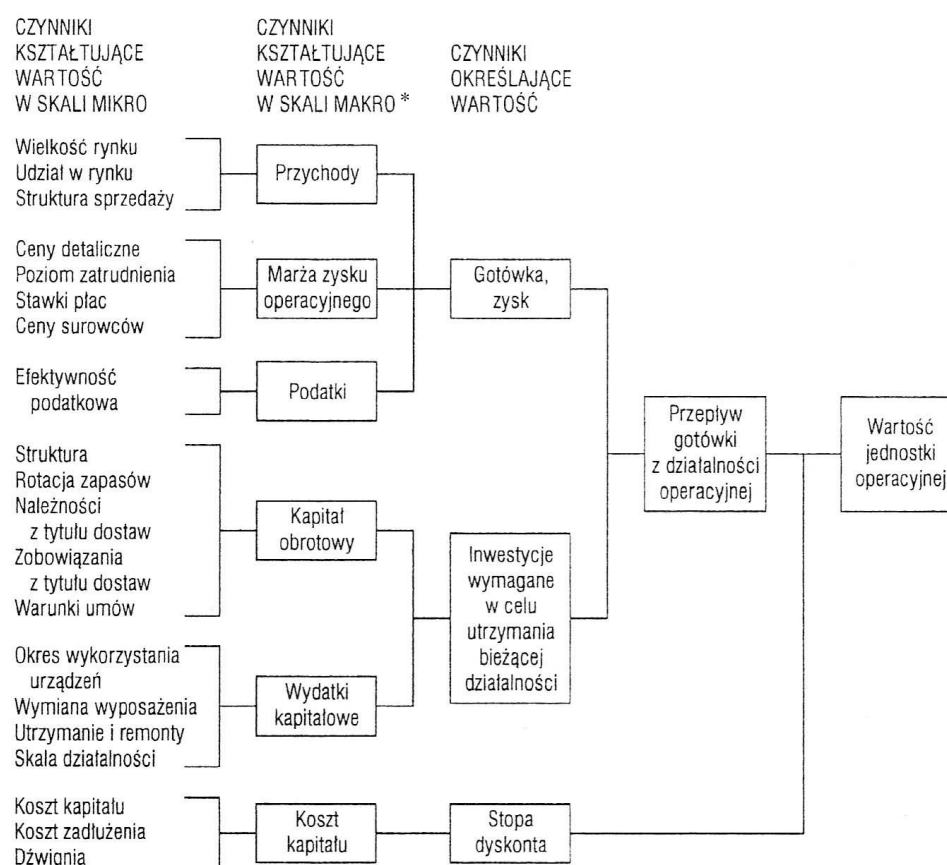
Por. także inne modele np.: autorstwa T. Copelanda, T. Kollera, J. Murrina (w: Copeland T., Koller T., Murrin J., op. cit., s. 96-97 i Skoczylas W., Ogólne założenia konstrukcji modeli wykorzystywanych w badaniu determinant wartości przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty...*, wyd. cyt., s. 121), A. Damodarana oraz D. Waltersa (w: Dudycz T., op. cit., s. 24-28), M. Michalskiego (w: Michalski M., op. cit., s. 30-32).

Przykładowo jednym z bardziej znanych opracowań jest propozycja przedstawiona przez A. Rappaporta¹⁷³ (por. rys. 2.5), który zidentyfikował siedem głównych czynników tworzenia wartości. Czynniki te podzielić można na trzy główne grupy, tj.¹⁷⁴:

- czynniki wzrostu (przychody, kapitał obrotowy, majątek trwały / wydatki kapitałowe),
- czynniki z zakresu rentowności (marża zysku operacyjnego, stopa podatkowa),
- czynniki ze sfery ryzyka (koszt kapitału, okres trwania wzrostu¹⁷⁵).

Rysunek 2.5

Determinanty wartości dochodowej przedsiębiorstwa



* Wśród czynników kształtujących wartość w skali makro, A. Rappaport wyróżnia także okres wzrostu wartości (okres przewagi konkurencyjnej), który jednak nie został umieszczony przez niego na rysunku, choć stanowi ważny element procesu tworzenia wartości.

Źródło: Por. Rappaport A., Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora, WIG Press, Warszawa 1999, s. 188.

¹⁷³ Por. Rappaport A., op. cit., s. 187-191.

¹⁷⁴ Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 56-58.

¹⁷⁵ Nazywany także okresem przewagi konkurencyjnej, definiowany często jako okres generowania pozytywnej wartości bieżącej netto (NPV). Jak pokazują badania okres ten w USA szacuje się na 7-8 lat. Por. tamże, s. 58, 71 i 72.

Wszystkie wspomniane powyższej czynniki muszą być dla celów operacyjnych uszczegółowione¹⁷⁶, dostosowane do specyfiki branżowej, tak aby skupić się na czynnikach i procesach o największym potencjale do tworzenia wartości w konkretnym przedsiębiorstwie¹⁷⁷.

Wyszczególnione powyżej czynniki ulegają zmianom w czasie i oddziałują wzajemnie na siebie. Często wpływ tych zmian na wartość przedsiębiorstwa może być różnokierunkowy, w takim wypadku należy kontrolować, aby przyrost wartości z tym związany był wystarczający na pokrycie wymaganych nakładów, kosztów. Praktyka pokazuje¹⁷⁸, że ocena wrażliwości powyższych czynników w kontekście tworzenia wartości nie zawsze jest oczywista, a jej skwantyfikowanie może okazać się pomocne dla menedżerów szczebla operacyjnego i wyższego kierownictwa¹⁷⁹.

Czynniki tworzące wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa, stanowiące o jego sile fundamentalnej, można także rozpatrywać przez pryzmat podejmowanych w przedsiębiorstwie decyzji operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych (por rys. 2.6)¹⁸⁰.

Decyzje operacyjne dotyczą m.in. struktury produktów, poziomu cen, działań promocyjnych, reklamy, dystrybucji, poziomu obsługi klienta i wywierają wpływ na trzy z siedmiu wyżej wymienionych czynników, tj.: stopę wzrostu sprzedaży, marżę zysku operacyjnego i okres wzrostu wartości (okres przewagi konkurencyjnej). Na wysokość osiąganych dochodów i wolnych przepływów pieniężnych ma także wpływ obowiązująca stawka podatku dochodowego.

Decyzje inwestycyjne, np. w kwestii poziomu zapasów, zdolności produkcyjnych, przekładają się z kolei na poziom wydatków oraz wielkość i strukturę posiadanego przez przedsiębiorstwo majątku (zarówno trwałego, jak i obrotowego).

Z kolei decyzje finansowe dotyczą struktury finansowania podmiotu i wykorzystywanych do tego celu instrumentów, znajdują tym samym swoje odzwierciedlenie w koszcie kapitału przedsiębiorstwa.

¹⁷⁶ Można spotkać także inne rozbicia przedstawionych powyżej 7 kluczowych czynników wartości na skalę mikro. Np. A. Black, P. Wright, J.E. Bachman wyszczególnili następujące czynniki: jednostkowy poziom sprzedaży, ceny, asortyment, stawka za robociznę, koszty ogólne, produkcja, produktywność, harmonogram pracy, przestoje, warunki sprzedaży, warunki dostawców, polityka płatności, strategię dotyczące źródeł zasobów, decyzje o lokalizacji, budżetowanie kapitałowe, taktyka w zakresie innowacji, decyzje w zakresie finansowania. Por. tamże, s. 101-104.

¹⁷⁷ Przykłady inicjatyw zmierzających do wzrostu wartości w zakresie wyżej wymienionych 7 czynników wartości można znaleźć w: tamże, s. 102-104.

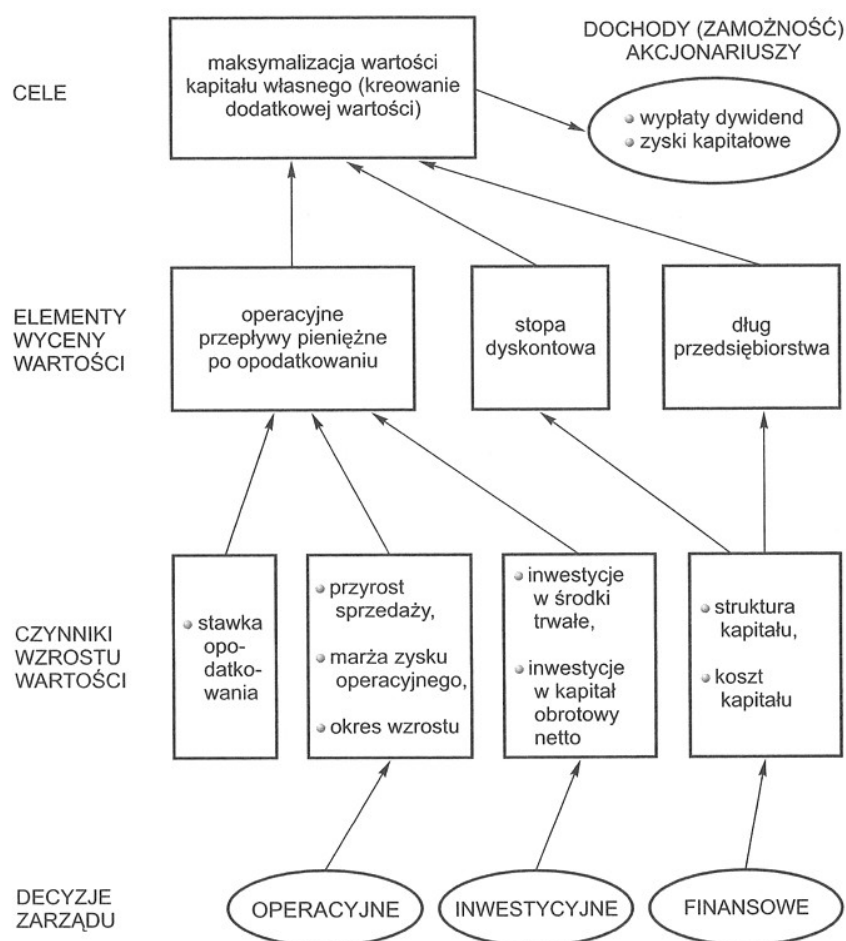
Również A. Rappaport przedstawia taktyki wspomagające strategię przywództwa kosztowego oraz wyróżniania się, definiowane ze względu na czynniki kształtujące wartość. Por. Rappaport A., op. cit., s. 78 i 79.

¹⁷⁸ Por. tamże, s. 189.

¹⁷⁹ Próbę takiej kwantyfikacji, przez pryzmat wpływu korzystnej 1% zmiany wyżej wymienionych czynników na cenę rynkową akcji, odnaleźć można w: Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 59.

¹⁸⁰ Por. Rappaport A., op. cit., s. 64-66.

Czynniki wartości dochodowej przedsiębiorstwa w aspekcie decyzji operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych



Źródło: Duliniec A., Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie, PWN, Warszawa 2001, s. 157.

Tworzenie wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa rozpatrywać należy także przez pryzmat działań i ich szybkości, z jaką wpływają na tę wartość oraz stopnia, w jakim podmiot może je kontrolować.

Wyróżnić można cztery grupy takich działań, tj. działania które¹⁸¹:

- powiększają przepływy generowane przez istniejące aktywa,
- powiększają oczekiwaną stopę wzrostu,
- wydłużają okres przyspieszonego tempa wzrostu,
- obniżają średni ważony koszt kapitału.

Działania te przedstawione zostały w tabeli 2.6.

¹⁸¹ Por. tamże, s. 1206.

Tabela 2.6

**Działania ze sfery wewnętrznej przedsiębiorstwa tworzące jego wartość
– łańcuch powiększania wartości**

	Duża kontrola Szybki efekt		Mała kontrola Efekty widoczne w długim okresie
	Szybka reakcja	Reakcja opóźniona	Reakcja w długim okresie
Zwrot z aktywów istniejących	Dezinwestycje, gdy wartość dezinwestycji > wartość kontynuacyjna Zamykanie projektów, gdy wartość likwidacyjna > wartość kontynuacyjna Eliminowanie kosztów operacyjnych, które nie powiększają bieżących przepływów ani przyszłego wzrostu. Osiąganie korzyści podatkowych	Zmniejszanie wymaganego kapitału obrotowego netto przez ograniczanie zapasów, zmniejszanie należności bieżących i powiększanie zobowiązań bieżących z tytułu dostaw i usług Zmniejszanie kosztów utrzymania aktywów istniejących Zmniejszanie marginalnej stopy opodatkowania	Zmienianie strategii cenowej tak, aby maksymalizować iloczyn marży zysku i wskaźnika rotacji kapitału. Przestawianie się na bardziej wydajne technologie w celu zmniejszenia kosztów operacyjnych lub powiększenia marży
Oczekiwane tempo wzrostu	Odrzucanie nowych inwestycji, z których oczekiwany zwrot jest niższy niż średni ważony koszt kapitału.	Podnoszenie stopy reinwestycji lub marginalnej stopy zwrotu z kapitału w branżach, w których firma już działa.	Podnoszenie stopy reinwestycji lub marginalnej stopy zwrotu z kapitału w branżach, w które firma dopiero wchodzi.
Długość okresu szybkiego wzrostu	Obejmowanie ochroną patentową produktów lub usług firmy	Podnoszenie zwrotu z kapitału przez wykorzystanie ekonomii skali lub przewagi kosztowej	Budowanie silnej marki Podnoszenie kosztów, jakie ponoszą klienci odchodzący do konkurentów, i obniżanie kosztów, jakie ponoszą klienci porzucający innych dostawców.
Średni ważony koszt kapitału	Synchronizowanie przepływów z długiem i aktywów przy użyciu instrumentów pochodnych Rekapitalizacja (zastąpienie długu kapitałem własnym albo na odwrót) w celu optymalizacji wskaźnika zadłużenia	Emitowanie instrumentów finansowych, z których przepływy są powiązane z przepływami operacyjnymi firmy Finansowanie nowych inwestycji przy optymalnej strukturze finansowania Uelastycznianie struktury kosztów w celu zmniejszenia dźwigni operacyjnej	Zmniejszanie ryzyka operacyjnego firmy przez wiązanie klientów z produktami i usługami firmy

Źródło: Por. Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, Helion, Gliwice 2007, s. 1230.

Czynniki ze sfery wnętrza przedsiębiorstwa można ująć w mapę wartości, która umożliwi identyfikację kluczowych czynników i obszarów funkcjonalnych tworzenia wartości w przedsiębiorstwie.

Uproszczoną mapę wartości (*Value Map*)¹⁸² opracowaną przez firmę Deloitte przedstawiono na rysunku 2.7.

¹⁸² Por. Mapa wartości, <http://www.deloitte.com>.

Mapa wartości



Źródło: Gorzeń W., Piernicki K., Pniewski K., Formułowanie i komunikacja strategii wzrostu wartości, w: Szablewski A., Pniewski K. i Bartoszewicz B. (red.), Value based management. Konceptcje, narzędzia, przykłady, Poltext, Warszawa 2008, s. 129.

Mapa nie proponuje zasadniczo odmiennego podziału czynników tworzących wartość od tych wspomnianych powyżej, jednak poprzez swoją szczegółowość i wizualizację jest interesującym uzupełnieniem wcześniejszych rozważań.

W mapie zwrócono uwagę na cztery główne czynniki wartości, tj.:

- wzrost przychodów (w tym wielkość obrotów oraz uzyskaną cenę),
- marżę operacyjną po opodatkowaniu (koszty sprzedaży, koszty ogólne i administracyjne, koszty wytworzenia sprzedanych produktów, podatek dochodowy),
- wykorzystanie składników majątku (środki trwałe, zapasy, należności i zobowiązania),
- oczekiwania (mocne strony przedsiębiorstwa, czynniki zewnętrzne).

W przypadku ostatniego czynnika wartości chodzi głównie o budowanie zaufania akcjonariuszy do przedsiębiorstwa oraz minimalizację ryzyka związanego z realizacją strategii. Chodzi o wyrobienie umiejętności zarządzania relacjami z otoczeniem i właściwe komunikowanie swoich mocnych stron, w tym przekonanie otoczenia, że przedsiębiorstwo jest efektywnie zarządzane.

W zakresie powyższych czterech czynników można wyznaczyć obszar możliwych do podjęcia działań (tzw. dźwignie usprawnień: procesy biznesowe, aktywa i możliwości organizacyjne), mających przyczynić się do wzrostu wartości.

Działania te zaprezentowane zostały w tabeli 2.7.

Tabela 2.7

Obszar możliwych do podjęcia działań tworzących wartość

Wzrost przychodów
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Wielkość: <ul style="list-style-type: none"> – zdobycie nowych klientów (marketing i sprzedaż, innowacje produktów i usług) – rozwijanie współpracy z obecnymi klientami (innowacje produktów i usług, zarządzanie relacjami z klientem, utrzymanie klientów, cross-sell/up-sell) – optymalizowanie zaangażowania kapitału (zarządzanie środkami pieniężnymi/aktywami)
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Uzyskana cena: <ul style="list-style-type: none"> – wzmocnienie pozycji cenowej (zarządzanie popytem i podażą, optymalizacja cen)
Marża operacyjna po opodatkowaniu
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Koszty sprzedaży, ogólne i administracyjne: <ul style="list-style-type: none"> – podniesienie efektywności obsługi klientów (marketing i promocja, sprzedaż, obsługa i wsparcie klienta, realizacja zamówień i fakturowanie) – wzrost efektywności usług wspólnych/korporacyjnych (informatyka, telekomunikacja i sieci, nieruchomości, zasoby ludzkie, zaopatrzenie, zarządzanie działalnością, zarządzanie finansami)
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Koszty wytworzenia sprzedanych produktów: <ul style="list-style-type: none"> – podniesienie efektywności rozwoju i produkcji (rozwój produktów, materiały, produkcja) – poprawa efektywności logistyki i usług (logistyka i dystrybucja, handel, świadczenie usług)
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Podatek dochodowy: <ul style="list-style-type: none"> – optymalizacja wysokości płaconego podatku dochodowego (zarządzanie podatkiem dochodowym)
Wykorzystanie składników majątku
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Środki trwałe: <ul style="list-style-type: none"> – wzrost efektywności środków trwałych (nieruchomości i infrastruktura, wyposażenie i systemy)
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Zapasy: <ul style="list-style-type: none"> – optymalizacja poziomu zapasów (produkty gotowe, produkcja w toku i surowce)
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Należności i zobowiązania: <ul style="list-style-type: none"> – poprawa zarządzania należnościami i zobowiązaniami (należności, zobowiązania)
Oczekiwania
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Mocne strony przedsiębiorstwa: <ul style="list-style-type: none"> – poprawa efektywności zarządzania (ład korporacyjny, planowanie działalności, realizacja programu, zarządzanie efektywnością) – podniesienie zdolności wykonawczych (efektywność operacyjna, partnerstwo i współpraca, szybkość reagowania i elastyczność działania, siła relacji, aktywa strategiczne)
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Czynniki zewnętrzne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Mapa wartości, <http://www.deloitte.com>.

Powyższe działania można uzupełnić o listę działań ukierunkowanych na:

- zmianę: klientów, produktów, wykorzystania zasobów, outsourcing,
- ulepszenie: wzmocnienie nadzoru właścicielskiego, dopasowanie zasobów do strategii, usprawnienie procesów, udoskonalenie zdolności strategicznych, lepsze zarządzanie podatkami i nowymi możliwościami, poprawienie kontroli i zmniejszenie ryzyka, efektywniejszą współpracę, większe zadowolenie klientów, pracowników i innych interesariuszy¹⁸³.

Przedstawione czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa należy uzupełnić o społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstwa, etykę oraz wartości, jakimi się kieruje.

Kwestia społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility, CSR*) odgrywa coraz większą rolę w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa¹⁸⁴. CSR można za koncepcję¹⁸⁵, wedle której przedsiębiorstwa dobrowolnie decydują się pomóc w stworzeniu lepszego społeczeństwa i czystszej środowiska, mimo iż ich głównym celem pozostaje maksymalizacja wartości¹⁸⁶. Społeczna odpowiedzialność

¹⁸³ Wszystkie wyżej wymienione działania zostały pogrupowane przez Deloitte w 7 głównych procesów, strategii biznesowych, tj.: strategię działania i zarządzanie (strategia biznesowa i finansowa, fuzje i przejęcia, zarządzanie podatkami, zarządzanie ryzykiem, zapewnienie zgodności, zarządzanie programami i wynikami), strategię postępowania z klientami, kontakty i relacje (marketing, sprzedaż, dostawy, fakturowanie i obsługa), strategię produktową, opracowanie i produkcję (innowacje i projekty, zarządzanie łańcuchem zaopatrzenia, operacje i logistyka), strategię zarządzania kapitałem ludzkim (rekrutacja, kształcenie, administracja i zarządzanie wynikami), strategię informatyczną i zarządzanie (projekt, opracowywanie, zastosowanie, zarządzanie operacjami i wynikami), inne usługi wspólne/korporacyjne (nieruchomości, zaopatrzenie, inne) oraz działania dotyczące wszystkich grup procesów. Por. tamże.

¹⁸⁴ Historia koncepcji społecznej odpowiedzialności w Polsce jest dość krótka, a jej początki wiązały się na ogół z jej odrzuceniem przez właścicieli oraz menedżerów. Koncepcja CSR była postrzegana w początkowej fazie jako element zarządzania ryzykiem (ochrona wizerunku i wyprzedzanie negatywnych konsekwencji działalności przedsiębiorstwa), dopiero z czasem ciężar przeniesiony został na korzyści związane z uwzględnianiem CSR, jak np. wzrost zyskowności czy potencjału rynkowego. Poprzez stopniową akceptację i implementację zyskuje ona coraz szersze grono zwolenników, szczególnie wśród branż, które prowadzą działalność uciążliwą dla swojego otoczenia.

¹⁸⁵ Por. Komisja Europejska, Green Paper Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility, s. 1-3, <http://ec.europa.eu>.

¹⁸⁶ Można wyróżnić pięć głównych kierunków CSR: CSR społeczny (oparty głównie na filantropii, działalności charytatywnej i projektach partnerstwa prywatno-społecznego), CSR systemowy (polegający na implementowaniu CSR do misji, wizji i budowy strategii spółki – niestety czasami ogranicza się on tylko do deklaracji spółek), CSR rynkowy (dotyczy oddziaływania na klientów, dostawców i innych interesariuszy, stosowania marketingu zaangażowanego społecznie itp.), CSR ekologiczny oraz CSR publiczny (upowszechnianie postaw społecznie odpowiedzialnych). Por. Rok B., Jaki to był rok dla odpowiedzialnego biznesu, w: Raport: Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki. 2007, Forum Odpowiedzialnego Biznesu (FOB), 2008, s. 4-6 <http://www.odpowiedzialnybiznes.pl>.

W dalszym ciągu CSR jest jednak dość często rozumiany wybiórczo i wąsko jako działalność charytatywna czy sponsorska. Dodatkowo nadal pokutuje w biznesie i społeczeństwie myślenie, że działania społeczne powinny polegać na bezinteresowności, i że nie wypada rozpatrywać ich przez pryzmat opłacalności dla przedsiębiorstwa. Tym samym trudno znaleźć spółki, które wprost przyznają się do korzyści osiągniętych poprzez swoje społeczne zaangażowanie, jak również spółki, które posiadają narzędzia mierzące efektywność działań z tego zakresu.

biznesu wyrażać się ma w postawie i działaniach względem pracowników oraz wszystkich innych interesariuszy, na których biznes oddziałuje i którzy z kolei mogą wpłynąć na jego sukces. Sugeruje się, by przedsiębiorstwa włączyły CSR do swojej podstawowej strategii biznesowej, swoich instrumentów zarządzania oraz podejmowanych działań. Szczególnie, że interesariusze stają się coraz bardziej świadomi, zorganizowani, a co za tym idzie, nacisk opinii publicznej na podejmowane przez przedsiębiorstwo działania jest coraz bardziej skuteczny. Warto zaznaczyć, że bycie odpowiedzialnym w stosunku do interesariuszy nie musi stać w sprzeczności z interesami właścicieli (maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy).

Wśród korzyści, które niesie ze sobą CSR wymienić można¹⁸⁷:

- korzyści bezpośrednie, wynikające m.in. z lepszego środowiska pracy, które może przyczynić się do większego zaangażowania i wydajności pracowników, jak również z lepszego, oszczędniejszego wykorzystania zasobów naturalnych,
- korzyści pośrednie, wynikające z rosnącej uwagi klientów i inwestorów, ich lojalności, rosnącego potencjału rynkowego, umocnienia marki i wizerunku przedsiębiorstwa.

Nie bez znaczenia dla siły fundamentalnej pozostają także zasady etyczne i wartości, jakimi kieruje się przedsiębiorstwo. Czynniki te stają się coraz istotniejszym elementem ładu ekonomicznego, a w gospodarkach wysokorozwiniętych są już niemalże standardem w prowadzeniu biznesu¹⁸⁸. Obok kodeksów ładu korporacyjnego powstaje coraz więcej kodeksów etycznych (w tym branżowych)¹⁸⁹, promujących takie wartości, jak uczciwość, lojalność, rzetelność oraz wskazujących rozwiązania w zakresie relacji z klientami, pracownikami, akcjonariuszami, kontrahentami, konkurencją, władzami i lokalnymi społecznościami, a także podkreślających dbałość o środowisko naturalne czy poruszających kwestie związku biznesu z polityką, a także konieczność zapewnienia interesariuszom pełnego dostępu do informacji.

¹⁸⁷ Por. Komisja Europejska, op. cit., s. 3.

¹⁸⁸ Por. Nogalski B., Dadej R., Kodeks dobrych praktyk jako narzędzie budowy zaufania na rynku kapitałowym, artykuł na V Konferencję „Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym”, Łódź 24-25 kwietnia 2006, <http://www.pfcg.org.pl>.

¹⁸⁹ Np. Kodeks Etyki Menedżera (Stowarzyszenie Menedżerów w Polsce), Kodeks Etyki Działalności Gospodarczej (Krajowa Izba Gospodarcza), Zasady Etyki Działalności Ubezpieczeniowej itp.

Wzrost znaczenia etyki w biznesie podyktowany jest m.in. postępującą globalizacją, zmianami w prawie, zmianami w technologiach informacyjnych (informacje ujawniane są coraz szybciej i coraz większej grupie odbiorców, coraz trudniej jest także ukryć negatywne zdarzenia) czy też zmianami w samej ekonomii. Nie bez znaczenia są też ostatnie skandale związane z agresywną rachunkowością. Regulacje prawne same w sobie nie są w stanie zapewnić należytej ochrony dla inwestorów, wymagana jest także chęć spółek i zarządzających nimi menedżerów do przedstawiania rzetelnego obrazu przedsiębiorstwa.

Pośród licznych korzyści, jakie wiążą się z etycznym zachowaniem, wymienić można¹⁹⁰: zmniejszenie ryzyka negatywnego odbioru społecznego, tym samym ograniczenie kosztów związanych z odbudową wizerunku, uniknięcie kar i kosztownych procesów, pozytywny wpływ na pracowników (przyciąganie kadry o wysokich standardach, większe zaangażowanie kadry), ograniczenie kosztów wewnątrz organizacji (związanych z monitorowaniem i nadzorem, koordynacją), mniejsze koszty transakcyjne (ze względu na zaufanie kontrahentów, mniejsze ryzyko, niższe koszty weryfikacji), lepsze produkty, lepszy odbiór na rynku, wzrost lojalności, reputacji i tym samym efektywności przedsiębiorstwa.

Raport Coporate Values Index 2006 opracowany przez ECCO International Communications Network¹⁹¹ wskazuje, że z ponad 4000 przebadanych przedsiębiorstw, pochodzących z 12 krajów świata (w tym także z Polski)¹⁹² i obejmujących 14 różnych branż, blisko 80% miało zdefiniowany własny system wartości, który obejmował na ogół 4-5 elementów.

Kluczowe wartości wyznawane przez przedsiębiorstwa na świecie i w Polsce przedstawione zostały na rysunkach 2.8 i 2.9.

Jak widać trzy pierwsze miejsca są wspólne w obu ujęciach. Istnieje zgodność co do uznawania jakości, innowacyjności i satysfakcji klientów za kluczowe elementy definiujące wyznawaną przez spółkę ideologię. Wysoko w zestawieniach znalazły się też takie wartości, jak praca zespołowa, przejrzystość, szacunek czy odpowiedzialność.

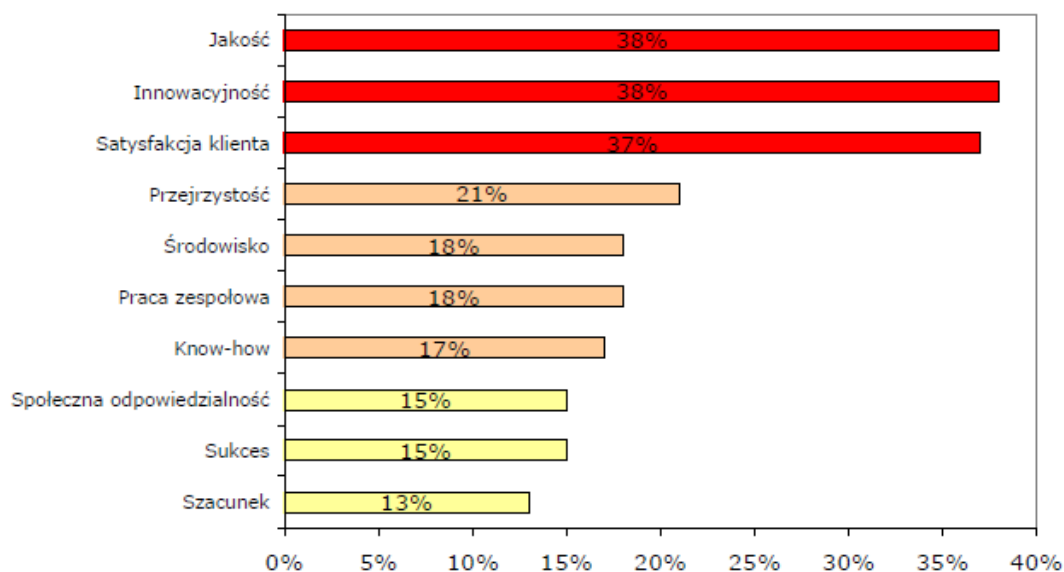
¹⁹⁰ Por. Paine L.S., Does ethics pay?, Business Ethics Quarterly, Vol. 10, Issue 1, 2000, s. 320-322.

¹⁹¹ Por. ECCO International Communications Network, Corporate Values Index 2006, <http://www.onboard.pl>.

¹⁹² Pozostałe kraje uwzględnione w badaniu to: Niemcy, Francja, Włochy, Węgry, Holandia, Hiszpania, Finlandia, Norwegia, Wielka Brytania, Indie i USA.

Rysunek 2.8

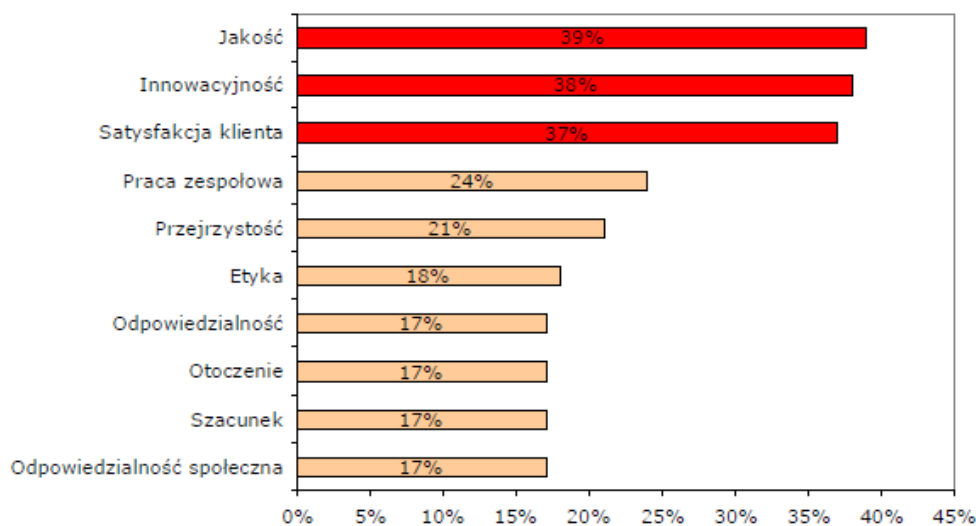
Najczęściej wyznawane wartości w skali międzynarodowej



Źródło: ECCO International Communications Network, Corporate Values Index 2006, <http://www.onboard.pl>, s. 9.

Rysunek 2.9

Najczęściej wyznawane wartości w przedsiębiorstwach Polsce



Źródło: ECCO International Communications Network, Corporate Values Index 2006, <http://www.onboard.pl>, s. 17.

Z raportu przygotowanego przez zespół ekspertów Forum Odpowiedzialnego Biznesu¹⁹³, przeprowadzonego na próbie 40 polskich przedsiębiorstw, wynika, że

¹⁹³ Por. Kuraszko I., Społeczna odpowiedzialność biznesu w Polsce. Wstępna analiza, w: Raport: Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki. 2007, Forum Odpowiedzialnego Biznesu (FOB), 2008, s. 12, <http://www.odpowiedzialnybiznes.pl>.

niemal wszystkie badane spółki dostrzegały wagę otoczenia, w którym się znajdują. Około 40% z nich miało zidentyfikowanych interesariuszy i prowadziło z nimi stały proces zarządzania relacjami, podczas gdy ponad połowa badanych wskazywała na brak określenia priorytetów interesariuszy i prowadzenie z nimi relacji o charakterze reaktywnym. Spółki deklarowały, że swoje działania koncentrują głównie na pracownikach, klientach i dostawcach, przeprowadzając m.in. badania satysfakcji czy rozmowy bezpośrednie. Ponad 50% badanych przedsiębiorstw nie informuje w sposób cykliczny i ustandaryzowany o prowadzonych przez siebie działaniach z zakresu CSR.

Szereg badań potwierdza, że istnieje silna, pozytywna zależność między relacjami przedsiębiorstwa z interesariuszami, wyznawanymi przez nie wartościami i przestrzeganymi zasadami etycznymi a osiąganymi przez podmiot wynikami finansowymi¹⁹⁴.

I tak np. badania M. Clarksona¹⁹⁵ wykazały, że przedsiębiorstwa kładące szczególny nacisk na etykę i relacje z otoczeniem odnoszą z tego tytułu korzyści. Dysponują one bowiem lepszymi informacjami z otoczenia, które pozwalają im wykorzystać szanse i uniknąć zagrożeń lub rozwiązać problemy, kiedy są jeszcze niegroźne i mało kosztowne.

Istnienie pozytywnej korelacji między społeczną efektywnością przedsiębiorstwa a jego wynikami finansowymi, tj. rentownością aktywów (ROA), zwrocie z kapitału własnego (ROE) czy rentownością przychodów (ROS), potwierdziły także badania S.A. Waddock i S.B. Gravesa¹⁹⁶. Podobne wnioski w zakresie powiązania poziomu ROA oraz relacji przedsiębiorstwa z pracownikami i klientami sformułowali S.L. Berman, A.C. Wicks, S. Kotha, T.M. Jones¹⁹⁷, a w przypadku ROE badacze: S. Ayuso, M.A. Rodriguez, R. Garcia, M.A. Arino (głównie w zakresie relacji z pracownikami i szerokim zakresem zewnętrznych grup interesów)¹⁹⁸.

¹⁹⁴ Należy jednak pamiętać, że obszar ten nie jest jeszcze zbyt dobrze zbadany, a spośród dostępnych badań nie wszystkie wspierają powyższe stwierdzenie.

¹⁹⁵ Por. Stoffman D., Good behavior and the bottom line, Canadian Business, Vol. 64, Issue 5, May 1991.

¹⁹⁶ Por. Waddock S.A., Graves S.B., The corporate social performance-financial performance link, Strategic Management Journal, Vol. 18, Issue 4, April 1997.

¹⁹⁷ Por. Berman S.L., Wicks A.C., Kotha S., Jones T.M., Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management model and firm financial performance, Academy of Management Journal, Vol. 42, Issue 5, October 1999.

¹⁹⁸ Jednak nie zdołali potwierdzić pozytywnych związków między ROE a relacjami z klientami. Por. Ayuso S., Rodriguez M.A., Garcia R., Arino M.A., Maximizing stakeholders' interests: An empirical analysis of stakeholder approach to corporate governance, IESE Business School Working Paper No. 670, January 2007, s. 14 i 17.

Pozytywny wpływ uwzględnienia społecznej odpowiedzialności i celów szerokiej grupy interesariuszy w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa na jego wartość i wyniki finansowe potwierdza także szereg badań prezentowanych przez J. Weisera, S. Zadeka¹⁹⁹. I tak np. przytaczane przez nich badania J.A. Schmidta²⁰⁰, przeprowadzone na 25 przedsiębiorstwach wyróżniających się pod względem relacji z 5 grupami interesariuszy (inwestorami, klientami, pracownikami, dostawcami i społecznościami lokalnymi) wykazały, że uzyskały one w okresie 1984-1999 stopę zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) około 43%, przy wzroście indeksu Standards & Poor's 500 o 19%. Uwzględnienie interesów innych interesariuszy oraz społecznej odpowiedzialności wpływa także korzystnie na reputację przedsiębiorstwa, zadowolenie i przywiązanie klientów²⁰¹ oraz satysfakcję i lojalność pracowników (ułatwia również pozyskiwanie nowych)²⁰², przyczyniając się tym samym do wzrostu przychodów, dochodów i wartości przedsiębiorstwa. Dodatkowo podmioty angażujące społeczność korporacyjną osiągają korzyści poprzez wzrost zrozumienia dla celów korporacji, jej zasobów i przywództwa oraz uzyskują łatwiejszy dostęp do nowych rynków zbytu, innowacji.

Badania potwierdzają także korzyści płynące z zachowania standardów etycznych. I tak np. badanie S. Webley'a i E. More²⁰³ przeprowadzone w latach 1997-2001 na grupie od 41 do 86 brytyjskich przedsiębiorstw z FTSE 350 wykazało, że

¹⁹⁹ Por. Weiser J., Zadek S., Ongoing Conversations with Disbelievers. Persuading Business to Address Social Challenges, October 2001.

²⁰⁰ Por. Schmidt J.A., Stakeholders perspectives: A key to success in the new economy, Chicago 2000, Towers Perrin, Presentation for the March 2000 International Leaders Conference, Washington D.C., za: tamże, s. 2.

²⁰¹ Por. Choquette M., Turnbull P.L., Revered or Reviled: How Corporate Social Responsibility Can Affect Your Reputation, Ottawa 2000, The Conference Board of Kanada, za: tamże, s. 3 – w przeprowadzonym na całym świecie badaniu, w którym wzięło udział 25 tys. ludzi, ujawniono, że 56% respondentów uważało społeczną odpowiedzialność za ważną w procesie formułowania opinii o przedsiębiorstwie, podczas gdy tylko 34% przywiązywało wagę do jego podstaw biznesowych.

Por. The Conference Board Inc., Consumer expectations on the social accountability of business, New York 1999, za: tamże, s. 3 – przeprowadzone badanie wykazało, że blisko połowa badanych dokonuje zakupów czy też wyraża się korzystnie o przedsiębiorstwie ze względu na pozytywny odbiór jego społecznej odpowiedzialności.

Por. Cone/Roper, Cause Related Marketing (CRM) Trends Report, 1997, <http://www.msen.mb.ca/leading.html> – korporacje przyciągają do siebie klientów poprzez zaangażowanie w sprawy społeczne. Ponad dwie trzecie Amerykanów deklaruje w latach 1993 i 1997 skłonność do zmiany marki na tę kojarzoną z dobrym społecznym wizerunkiem (przy niezmienności ceny i jakości), podobny efekt zaobserwowano także w zakresie zmian sprzedawców.

²⁰² Por. The Council on Foundations, Measuring the value of corporate citizenship, Washington 1996; Por. Fleishman H., Consumer demand companies with a conscience, London 1999, za: Weiser J., Zadek S., op. cit., s. 4.

²⁰³ Por. Webley S., More E., Does Business Ethics Pay?, <http://www.ibe.org.uk>.

spółki stosujące kodeks etyczny osiągnęły istotnie większą efektywność (mierzoną EVA, MVA i wskaźnikiem P/E) od spółek nie posiadających takiego kodeksu. Spółki z pierwszej grupy były też w przypadku wskaźnika P/E narażone na znacznie mniejsze wahania jego wartości, co sugeruje wg autorów, że postrzegane były jako inwestycje bardziej bezpieczne, przyciągając tańszy kapitał i obrazując konsekwentne i spójne zarządzanie. W przypadku wskaźnika zwrotu z kapitału zainwestowanego, badanie nie potwierdziło znacznych różnic pomiędzy grupami w latach 1997 i 1998. W latach 1999-2001 zanotowano jednak około 50% wzrost średniej stopy zwrotu dla spółek z kodem etycznym, podczas gdy spółki z drugiej grupy zanotowały spadek tego wskaźnika. Spółki wykazujące etyczne zaangażowanie charakteryzowały się też w latach 1997-2001 wyższym o około 18% wskaźnikiem rentowności przychodów.

Także badania C.C. Verschoora²⁰⁴ dla rynku amerykańskiego potwierdzają powyższe wnioski. Przedsiębiorstwa postrzegane jako *Good Corporate Citizens* wykazują wyższą długoterminową efektywność (mierzoną m.in. takimi miarami, jak MVA, stopa wzrostu sprzedaży, stopa wzrostu zysku, marża zysku, zwrot z kapitału własnego czy też całkowita stopa zwrotu) w porównaniu do pozostałych spółek z indeksu S&P 500²⁰⁵.

Na koniec rozważań dotyczących wtórnych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa należy przywrócić się bliżej elementom, w oparciu o które dokonywana jest ocena standingu i potencjału przedsiębiorstwa przez analityków. Obszar ich zainteresowań jest rozległy i zawiera zarówno pytania ze sfery ilościowej, finansowej przedsiębiorstwa, jak i te dotyczące czynników jakościowych, niemierzalnych, niefinansowych. Duży nacisk kładziony jest także na analizę przyczynowo-skutkową oraz określenie wpływu poszczególnych elementów i ich zmian na inne sfery działalności przedsiębiorstwa.

Szczegółowe obszary zainteresowań analityków przedstawione zostały w tabeli 2.8.

²⁰⁴ Por. Verschoor C.C., The strong direct link between CSR and profitability: The best corporate citizens do outperform the remaining S&P500 companies, presentation at SRI In The Rockies, The Broadmoor, Colorado Springs, October 20, 2002, Verschoor C.C., Does Superior Governance Still Lead to Better Financial Performance?, Strategic Finance, October 2004 oraz Verschoor C.C., Murphy E.A., The Financial Performance of Large U.S. Firms and Those with Global Prominence: How Do the Best Corporate Citizens Rate?, Business and Society Review, Vol. 107, Issue 3, Fall 2002.

²⁰⁵ C.C. Verschoor podaje także przykłady innych badań, które potwierdzają powyższe wnioski: por. Margolis J.D., Walsh J.P., People and Profits, Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum, 2001 oraz Roman R.M., Hayibor S., Agle B.R., The Relationship Between Social and Financial Performance, Business and Society, Vol. 38, Issue 1, 1999, za: Verschoor C.C., Murphy E.A., op. cit., s. 372 i 373.

Obszary zainteresowań analityków przeprowadzających analizę spółki

<p>SPRZEDAŻ</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Procentowa zmiana sprzedaży w porównaniu do okresu poprzedniego 2. Szacunki na okres: sprzedaży ilościowej i wartościowej, sprzedaży detalicznej i hurtowej 3. Wyjaśnienie zmian poziomu sprzedaży 4. Struktura sprzedaży wg filii, głównych rodzajów produktów, rynków zbytu 5. Wyjaśnienie rozbieżności trendu sprzedaży spółki i średniego trendu dla całej branży 6. Spodziewany popyt w krótkim, średnim i długim okresie 7. Zapasy spółki, jej dystrybutorzy i odbiorcy finalni 8. Poziom cen w porównaniu z okresem poprzednim, jego wpływ na sprzedaż 9. Polityka cenowa (ceny stałe, wzrost/spadek) i jej przyczyny 10. Udział spółki w rynku 11. Sprzedaż zagraniczna: udział eksportu w sprzedaży, udział filii zagranicznych w sprzedaży, polityka ekspansji – podział wg krajów 12. Udział zamówień rządowych w sprzedaży i rodzaje zamówień
<p>DZIAŁ SPRZEDAŻY I DYSTRYBUCJA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Wykorzystywanie metod dystrybucji: bezpośrednio do odbiorców, poprzez hurtowników, detalistów, hurtownie branżowe lub kombinacje powyższych 2. Udział kosztów sprzedaży w sumie przychodów 3. Sposoby wynagradzania pracowników działu sprzedaży, liczba zatrudnionych 4. Reklama i promocja, wykorzystanie telewizji i innych mediów, koszty tego rodzaju działalności 5. Geograficzny zasięg dystrybucji, plany rozszerzenia zasięgu działań marketingowych, pozyskania nowych dystrybutorów itp. 6. Ekonomiczny zasięg dystrybucji z poszczególnych punktów, znaczenie stawek transportowych
<p>KONKURENCJA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Które przedsiębiorstwa stanowią najpoważniejszą konkurencję? 2. Czy konkurentów jest kilku czy wielu? 3. Czy konkurencja ma charakter wyniszczający? 4. Czy konkurenci są silni czy słabi finansowo? 5. Jaką przewagę mają produkty i usługi badanego przedsiębiorstwa nad produktami i usługami konkurencji (jeśli mają)? 6. Czy na rynek wchodzi nowi konkurenci? 7. Jaką pozycję na rynku zajmuje spółka? 8. Jakie jest znaczenie marki produktu i nazwy przedsiębiorstwa, patentów oraz metod obsługi klienta?
<p>PRODUKCJA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Dynamika produkcji w porównaniu do okresu wcześniejszego, przewidywane zmiany w przyszłości 2. Organizacja pracy: liczba zmian, czas pracy 3. Premie za pracę w nadgodzinach 4. Liczba budynków produkcyjnych, ich rodzaj, stan itp. 5. Stan wyposażenia i parku maszynowego 6. Produkcja (w stosunku do średniej branżowej) obciążona niskimi, średnimi i wysokimi kosztami 7. Kroki podjęte w celu ulepszenia metod produkcji i zwiększenia wydajności
<p>EKSPANSJA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Szczegóły programu ekspansji: rozmieszczenie zakładów, nowe produkty 2. Potrzeby kapitałowe, rozważane metody finansowania 3. Planowane zwiększenie powierzchni i mocy produkcyjnej 4. Możliwości zastosowania przyspieszonej amortyzacji, uzyskania świadectw i pozwoleń 5. Plany dotyczące wykupów 6. Koszt nowych budynków i wyposażenia na jednostkę produkcji dodanej, porównanie z latami ubiegłymi 7. Oczekiwana wartość sprzedaży na złotówkę nowo poniesionych nakładów, porównanie z latami ubiegłymi

<p>BADANIA I PATENTY</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Odsetek sprzedaży, kwota przeznaczana co roku na badania 2. Liczba zatrudnionych przy badaniach, w tym ze stopniami naukowymi 3. Liczba przyznanych patentów będących efektem pracy badawczej 4. Nowe produktu i ich perspektywy 5. Wartość sprzedaży nowych produktów do wartości sprzedaży ogółem 6. Wpływ patentów na sprzedaż i ceny 7. Data wygaśnięcia podstawowych i pobocznych patentów, oczekiwany wpływ wygaśnięcia na sprzedaż, strukturę cen, marże itp.
<p>SUROWCE</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Podstawowe surowce wykorzystywane w produkcji, źródła ich pochodzenia (krajowe czy zagraniczne), dostępność 2. Kształtowanie się cen surowców w przeszłości, stabilność cen 3. Stopień integracji 4. Stosowana metoda zarządzania surowcami, zapasami
<p>FINANSE</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Wysokość kapitału własnego i jego zmiany 2. Czy spółka ma niespłacone kredyty, zobowiązania pozabilansowe? 3. Jak się ma wartość majątku obrotowego do bieżącej i spodziewanej sprzedaży? 4. Czy zbliża się termin spłaty kredytu, zobowiązań emerytalnych itp.? 5. Nowe plany dotyczące finansowania 6. Stosunek wartości odtworzeniowej majątku trwałego do wartości po której jest on ubezpieczony oraz wartości majątku trwałego oszacowanej przez ekspertów do jego wartości księgowej
<p>ZYSKI I GOTÓWKA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Trend kosztów siły roboczej i materiałowych, stosunek tych wielkości do przychodów ze sprzedaży 2. Możliwość dostosowywania cen sprzedaży do wyższych kosztów 3. Programy redukcji kosztów 4. Marża zysku w porównaniu z okresem poprzednim 5. Dynamika zysków w porównaniu z okresem poprzednim 6. Zysk na akcję 7. Wysokość generowanej gotówki operacyjnej, wolnych przepływów pieniężnych 8. Relacja zysku netto do gotówki operacyjnej 9. Pozycje o charakterze nietypowym 10. Inne (poza działalnością operacyjną) źródła dochodów w porównaniu z okresem poprzednim
<p>ZARZĄDZANIE</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Czy skład personalny zarządu jest względnie stały? 2. Średni wiek, staż wyższego kierownictwa 3. Czy zarządzanie jest scentralizowane czy zdecentralizowane? 4. Metody rekrutacji i szkolenia kierownictwa
<p>STOSUNKI Z PRACOWNIKAMI</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Historia strajków 2. Odsetek zatrudnionych należących do związków zawodowych 3. Polityka zarządu wobec pracowników 4. Główne świadczenia i korzyści otrzymywane przez pracowników 5. Wskaźnik rotacji zatrudnionych, struktura zatrudnionych wg stażu pracy
<p>INNE TEMATY</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Czy przedsiębiorstwo jest zaangażowane w postępowanie sądowe? 2. Wpływ zmian prawnych na działalność przedsiębiorstwa 3. Czy podpisane i dotrzymane są długoterminowe umowy z odbiorcami, dostawcami? 4. Groźba strajków i konsekwencje z tym związane 5. Czy i w jakim zakresie przedsiębiorstwo objęte jest ochroną ubezpieczeniową?

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ritchie J.C., Analiza fundamentalna, WIG Press, Warszawa 1997, s. 339-343.

2.2. Źródła informacji o makro- i mikrootoczeniu

Posiadane przez inwestorów informacje wpływają na formułowane przez nich oczekiwania oraz podejmowane decyzje inwestycyjne. Ważne jest zatem, aby informacje te charakteryzowały się odpowiednią użytecznością, aktualnością, aby były kompleksowe i zrozumiałe, porównywalne oraz prawdziwe, wiarygodne²⁰⁶.

Dostępne na rynku informacje analizować można przez pryzmat dwóch obszarów:

- obszaru aktywnej komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem, gdzie źródłem informacji, a także ich głównym przedmiotem, jest sama spółka,
- obszaru niezależnego od działań przedsiębiorstwa, zawierającego informacje z makro i mikrootoczenia podmiotu, których źródłem są podmioty trzecie.

W przypadku pierwszego z obszarów, zarówno badania dla polskiego²⁰⁷, jak i innych rynków²⁰⁸, pokazują, że publikowane przez przedsiębiorstwa informacje są zazwyczaj niezadowolające pod względem jakości i zakresu. Przedsiębiorstwa ograniczają się najczęściej do podawania informacji wymaganych prawem, przyjmują pasywną postawę informowania, odmawiają publikacji dodatkowych danych, zasłaniając się przy tym często tajemnicą handlową. Zastrzeżenia budzi także wiarygodność danych oraz słabo rozwinięte raportowanie z zakresu czynników niefinansowych i danych prognostycznych. Pomimo regulacji, daje się także odczuć uprzywilejowany dostęp do danych inwestorów instytucjonalnych.

Także w przypadku drugiego obszaru, pomimo istnienia relatywnie dużej bazy informacji oraz wyspecjalizowanych w jej dostarczaniu podmiotów, występują ograniczenia związane z trudnościami w znalezieniu pożądaných danych, z różnicami w metodologii liczenia (a co za tym idzie odmiennymi szacunkami badanych zjawisk), aktualnością publikowanych danych, kwestią odpłatności czy też brakiem analiz dla interesującej inwestora sfery, branży i czasem potrzebnym do sporządzenia takiej analizy.

²⁰⁶ Por. Tokaj-Krzewska A., Informacja a wartość, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora, Poltext, Warszawa 2006, s. 199 oraz Niedziółka D.A., Relacje inwestorskie, PWN, Warszawa 2008, s. 36.

²⁰⁷ Por. Niedziółka D.A., op. cit., s. 67, 68.

²⁰⁸ Por. PWC, Corporate Reporting – a time for reflection, April 2007, <http://www.corporatereporting.com>.

Kwestie dotyczące pierwszego z wyżej wymienionych obszarów, a więc komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem – sfery, którą przedsiębiorstwo może aktywnie kształtować, zostaną szczegółowo omówione w rozdziale IV pracy.

W niniejszym podrozdziale skupiono natomiast uwagę na zagadnieniach z zakresu źródeł informacji w obrębie sfery niezależnej od działań samego przedsiębiorstwa, a więc informacji dostarczanych przez podmioty trzecie, dotyczących sfery makro i mikrootoczenia.

Inwestor, przystępując do analizy sfery makro i mikrootoczenia, ma do dyspozycji szereg serwisów informacyjnych, wyspecjalizowanych agencji i podmiotów zajmujących się przygotowaniem oraz publikacją danych (por. tabela 2.9 i 2.10). Niektóre informacje nie odgrywają jednak większej roli, inne natomiast są wyczekiwane z niecierpliwością, powodując często znaczne poruszenie na rynku kapitałowym²⁰⁹.

Tabela 2.9

Źródła informacji w obszarze makrootoczenia w Polsce

Źródła informacji w obszarze makrootoczenia
<ul style="list-style-type: none"> – Ustawy, uchwały, rozporządzenia i zarządzenia zawarte w Dzienniku Ustaw, Monitorze Polskim, Biuletynie Sejmowym, Diariuszu Senatu – Opracowania i raporty ministerstw (np. Ministerstwa Finansów, Ministerstwa Gospodarki, Ministerstwa Infrastruktury, Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, Ministerstwa Skarbu Państwa, Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, Ministerstwa Środowiska), opracowania agencji rządowych (np. Polskiej Agencji Informacji i Inwestycji Zagranicznych, Agencji Rynku Rolnego, Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, Agencji Rozwoju Przemysłu, Agencji Techniki i Technologii) – Dane statystyczne, raporty, analizy publikowane przez Główny Urząd Statystyczny, Narodowy Bank Polski, Komisję Nadzoru Finansowego – Raporty organizacji międzynarodowych na temat Polski (np. Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, Światowej Organizacji Handlu, Międzynarodowego Funduszu Walutowego), dane statystyczne Eurostat, raporty Europejskiego Banku Centralnego, Banku Światowego – Raporty, analizy banków, biur maklerskich, agencji ratingowych (np. Moody's, Standard & Poor's, Fitch), prognozy gospodarcze, opracowania instytucji naukowo-badawczych (np. Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, Centrum im. Adama Smitha, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Bureau for Investments and Economic Cycles, Instytut Rozwoju Gospodarczego SGH), bazy danych (np. Reuters, Bloomberg), uczelnie wyższe, instytucje badania opinii publicznej (CBOS, Pentor, TNS Obop, Ipsos), materiały konferencyjne, portale internetowe, prasa, inne media

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Skoczylas W., Źródła informacji na potrzeby zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007, s. 43.

²⁰⁹ Niemalże każde większe biuro maklerskie, serwis giełdowy, inwestycyjny czy finansowy udostępnia swoim użytkownikom „kalendarz publikacji danych”, tj. terminarz publikacji najważniejszych informacji dotyczących gospodarki krajowej, sytuacji gospodarczej na świecie oraz najważniejszych raportów, komunikatów spółek.

Źródła informacji w obszarze mikrootoczenia w Polsce²¹⁰

Źródła informacji w obszarze mikrootoczenia
<ul style="list-style-type: none"> - Regulacje dotyczące poszczególnych branż (ustawy, rozporządzenia itp.), organizacje ustalające normy dla sektora, izby handlowe, federacje konsumentów - Analizy, programy resortowe, opracowania agencji rządowych - Dane statystyczne publikowane przez GUS, informacje z wywiadowni gospodarczych - Raporty, analizy banków, biur maklerskich, agencji ratingowych, opracowania instytucji naukowo-badawczych, stowarzyszeń branżowych, czasopisma specjalizacyjne, bazy danych, branżowe portale internetowe, uczelnie wyższe, konferencje branżowe, media - Sprawozdania finansowe spółki oraz jej konkurentów, prospekty emisyjne, informacje uzyskane od innych podmiotów funkcjonujących w danej branży (dostawców, klientów, dystrybutorów, pracowników)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Skoczylas W., Źródła informacji na potrzeby zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007, s. 43 oraz Porter M.E., Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2006, s. 451.

Do istotnych danych makroekonomicznych²¹¹, niezbędnych w prawidłowej ocenie siły fundamentalnej oraz wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, zaliczyć można²¹²:

- dane dotyczące PKB oraz jego składników, zarówno w ujęciu wartościowym, dynamicznym, jak i realnym czy nominalnym, występowanie w gospodarce negatywnej bądź pozytywnej luki popytowej,
- dane dotyczące handlu detalicznego,
- dane dotyczące dochodów i wydatków osobistych (w tym szczególnie na dobra trwałego użytku), dochodu rozporządzalnego, oszczędności,
- dane dotyczące zamówień na dobra trwałe, dostawy, poziomu zapasów w przedsiębiorstwach²¹³,

²¹⁰ Część źródeł pokrywa się z tymi wcześniej wskazanymi w makrootoczeniu, jest to nieuniknione ze względu na przenikanie się sfery makro i mikro. Również wiele podmiotów udostępnia pełen zakres danych – od statystyk i analiz ogólnogospodarczych itp. po dane sektorowe czy nawet informacje odnośnie poszczególnych przedsiębiorstw.

²¹¹ Poniżej skupiono się głównie na uwarunkowaniach makroekonomicznych, jako kluczowych w procesie wyceny oraz analizy przedsiębiorstwa. Autor zdaje sobie sprawę z roli oraz znaczenia, jakie odgrywają także takie elementy makrootoczenia, jak: otoczenie polityczne, prawne, demograficzne, technologiczne, ekologiczne i międzynarodowe. Ze względu na objętość pracy oraz jej przedmiot nie sposób jednak poruszyć wszystkich wyżej wymienionych kwestii w sposób równie szczegółowy. Na wagę powyższych elementów wskazuje się jednak w poszczególnych częściach pracy, podając także przykłady czynników oraz kluczowe zagadnienia z danych sfer.

²¹² Por. Yamarone R., Wskaźniki ekonomiczne. Przewodnik dla inwestora, Helion, Gliwice 2006.

²¹³ Należy pamiętać, że innowacje, takie jak systemy zarządzania dostawami *just in time*, zarządzanie łańcuchem dostaw, nowoczesne technologie, rozwój sektora usług itp., wywierają wpływ na poziom zapasów w gospodarce na przestrzeni lat.

- dane dotyczące produkcji przemysłowej i wykorzystania mocy produkcyjnych²¹⁴,
- dane dotyczące budownictwa mieszkaniowego: poziom sprzedaży nowych domów, mieszkań, liczba rozpoczętych budów, wydanych pozwoleń na budowę,
- dane dotyczące poziomu stóp procentowych (stopy referencyjnej, lombardowej, depozytowej, redyskontowej i rezerw obowiązkowych ustalane przez Radę Polityki Pieniężnej), polityki kredytowej banków, poziomu udzielonych kredytów inwestycyjnych, konsumpcyjnych, podaży pieniądza,
- dane dotyczące inflacji²¹⁵: ceny producentów (PPI), konsumentów (CPI) oraz różne odmiany tych wskaźników (np. inflacja bazowa netto), deflator PKB,
- dane dotyczące materiałów pierwotnych, surowców: ceny i zapotrzebowanie na żelazo, stal, aluminium, miedź, złoto, ropę naftową itd.,
- kursy walutowe,
- dane dotyczące bilansu płatniczego kraju (w tym szczególnie eksportu netto), zadłużenia zagranicznego, deficytu budżetowego,
- dane o sytuacji w zatrudnieniu: zmiany w poziomie zatrudnienia, średnia liczba przepracowanych godzin, średni stawka, liczba tworzonych miejsc pracy, stopa bezrobocia, czas jaki osoby pozostają bez pracy, liczba wniosków o wypłatę zasiłków,
- dane dotyczące dochodów, wydatków budżetowych, deficytu, długu publicznego.

²¹⁴ Mimo iż w nowoczesnej gospodarce działalność usługowa ma kluczowe znaczenie (w polskim PKB usługi stanowią około 70%), to sektor przemysłowy jest dla gospodarki nadal bardzo ważny. Wynika to z następujących przyczyn: po pierwsze 30% generowanego przez przemysł PKB to jednak licząca się wartość, po drugie, sektor przemysłowy charakteryzuje się znacznym efektem mnożnikowym w gospodarce, a wiele branż usługowych jest konsumentem wytwarzanych przez niego produktów. Por. Yamarone R., op. cit., s. 113 i 114.

²¹⁵ Warto podkreślić wpływ globalizacji, handlu elektronicznego, rozwoju technologii i swobody przepływów kapitałowych i towarowych na ograniczanie presji inflacyjnej (łatwość porównywania cen, składania zamówień, dostępność produktów).

W tabelach 2.11-2.15 przedstawiono kalendarz ważniejszych danych makroekonomicznych opublikowanych w Polsce w 2008 roku.

Tabela 2.11

Kalendarz udostępniania danych przez NBP w 2008 r.

Kalendarz udostępniania danych w roku 2008												
Kategorie	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Październik	Listopad	Grudzień
Sektor finansowy												
Podaż pieniądza M3 i czynniki jego kreacji	14/01/08 (za 12.07)	14/02/08 (za 01.08)	14/03/08 (za 02.08)	14/04/08 (za 03.08)	14/05/08 (za 04.08)	13/06/08 (za 05.08)	14/07/08 (za 06.08)	14/08/08 (za 07.08)	12/09/08 (za 08.08)	14/10/08 (za 09.08)	14/11/08 (za 10.08)	12/12/08 (za 11.08)
Pieniądz rezerwowy i czynniki jego kreacji	07/01/08 (za 12.07)	07/02/08 (za 01.08)	07/03/08 (za 02.08)	07/04/08 (za 03.08)	07/05/08 (za 04.08)	06/06/08 (za 05.08)	07/07/08 (za 06.08)	07/08/08 (za 07.08)	05/09/08 (za 08.08)	07/10/08 (za 09.08)	07/11/08 (za 10.08)	05/12/08 (za 11.08)
Stopy procentowe	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie
Warszawski Indeks Giełdowy	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie
Sektor zagraniczny												
Bilans płatniczy - miesięczny	18/01/08 (za 11.07)	12/02/08 (za 12.07)	13/03/08 (za 01.08)	15/04/08 (za 02.08)	15/05/08 (za 03.08)	17/06/08 (za 04.08)	15/07/08 (za 05.08)	12/08/08 (za 06.08)	12/09/08 (za 07.08)	13/10/08 (za 08.08)	12/11/08 (za 09.08)	12/12/08 (za 10.08)
Bilans płatniczy - kwartalny	02/01/08 (za Q3 2007)	-	-	07/04/08* (za Q4 2007)	-	30/06/08 (za Q1 2008)	-	-	30/09/08 (za Q2 2008)	-	-	30/12/08 (za Q3 2008)
Stan oficjalnych aktywów rezerwowych	07/01/08 (za 12.07)	07/02/08 (za 01.08)	07/03/08 (za 02.08)	07/04/08 (za 03.08)	07/05/08 (za 04.08)	06/06/08 (za 05.08)	07/07/08 (za 06.08)	07/08/08 (za 07.08)	05/09/08 (za 08.08)	07/10/08 (za 09.08)	07/11/08 (za 10.08)	05/12/08 (za 11.08)
Płynne aktywa i pasywa w walutach obcych	21/01/08 (za 12.07)	21/02/08 (za 01.08)	20/03/08 (za 02.08)	21/04/08 (za 03.08)	21/05/08 (za 04.08)	20/06/08 (za 05.08)	21/07/08 (za 06.08)	21/08/08 (za 07.08)	22/09/08 (za 08.08)	21/10/08 (za 09.08)	21/11/08 (za 10.08)	19/12/08 (za 11.08)
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna	-	-	-	-	-	-	-	-	30/09/08 (za 2007)	-	-	-
Zadłużenie zagraniczne	02/01/08 (za Q3 2007)	-	31/03/08 (za Q4 2007)	-	-	30/06/08 (za Q1 2008)	-	-	30/09/08 (za Q2 2008)	-	-	30/12/08 (za Q3 2008)
Kursy walut	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie

* Termin zmieniony z 31/03/08

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Departamentu Statystyki NBP, <http://www.nbp.pl>.

Tabela 2.12

Kalendarz publikacji wskaźników inflacji bazowej w 2008 r.

Data publikacji	Dane za
22 stycznia	grudzień 2007
21 marca*	styczeń i luty 2008
22 kwietnia	marzec 2008
21 maja	kwiecień 2008
20 czerwca	maj 2008
22 lipca	czerwiec 2008
21 sierpnia	lipiec 2008
22 września	sierpień 2008
21 października	wrzesień 2008
20 listopada	październik 2008
22 grudnia	listopad 2008

* Wskaźniki inflacji bazowej za styczeń 2007 r. zostały opublikowane z miesięcznym opóźnieniem (w marcu 2008 r.) wraz ze wskaźnikami za luty 2008 r.; Opóźnienie to spowodowane jest zmianami struktury wag towarów i usług konsumpcyjnych, których GUS dokonuje na początku każdego roku

Źródło: <http://www.nbp.pl>.

Tabela 2.13

Harmonogram posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej w 2008 r.

Miesiąc	Terminy posiedzeń
styczeń	22, 29-30
luty	20, 26-27
marzec	18, 25-26
kwiecień	22, 29-30
maj	21, 27-28
czerwiec	17, 24-25
lipiec	22, 29-30
sierpień	19, 26-27
wrzesień	17, 23-24
październik	21, 28-29
listopad	19, 25-26
grudzień	16, 22-23

Źródło: <http://www.nbp.pl>.

Tabela 2.14

Informacje objęte Specjalnym Standardem Upowszechniania Danych
(The Special Data Dissemination Standard – SDDS)²¹⁶

Kategorie	Data udostępniania danych w roku 2008*											
	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Październik	Listopad	Grudzień
Sektor Podstawowy												
Rachunki narodowe		29 (Q4 2007)			30 (Q1 2008)			29 (Q2 2008)			28 (Q3 2008)	
Indeks produkcji	18 (12-2007)	19 (01-2008)	19 (02-2008)	18 (03-2008)	21 (04-2008)	18 (05-2008)	18 (06-2008)	20 (07-2008)	18 (08-2008)	17 (09-2008)	20 (10-2008)	18 (11-2008)
Pracujący	24 (Q4 2007)			22 (Q1 2008)			23 (Q2 2008)			23 (Q3 2008)		
Bezrobotni	24 (12-2007)	22 (01-2008)	25 (02-2008)	18 (03-2008)	27 (04-2008)	24 (05-2008)	23 (06-2008)	26 (07-2008)	22 (08-2008)	23 (09-2008)	26 (10-2008)	23 (11-2008)
Wynagrodzenia	16 (Q4 2007)			15 (Q1 2008)			15 (Q2 2008)			15 (Q3 2008)		
Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych	15 (12-2007)	15 (01-2008)	13 (02-2008)	15 (03-2008)	14 (04-2008)	13 (05-2008)	15 (06-2008)	13 (07-2008)	15 (08-2008)	14 (09-2008)	13 (10-2008)	15 (11-2008)
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu	18 (12-2007)	19 (01-2008)	19 (02-2008)	18 (03-2008)	21 (04-2008)	18 (05-2008)	18 (06-2008)	20 (07-2008)	18 (08-2008)	17 (09-2008)	20 (10-2008)	18 (11-2008)
Sektor podatkowo-budżetowy												
Operacje sektora instytucji rządowych i samorządowych										31 (2008)		
Operacje szczebla centralnego sektora instytucji rządowych i samorządowych	21 (11-2007)	20 (12-2007)	20 (01-2008)	21 (02-2008)	20 (03-2008)	20 (04-2008)	21 (05-2008)	20 (06-2008)	22 (07-2008)	20 (08-2008)	20 (09-2008)	19 (10-2008)
Dług krajowy Skarbu Państwa	21 (11-2007)	20 (12-2007)	20 (01-2008)	21 (02-2008)	20 (03-2008)	20 (04-2008)	21 (05-2008)	20 (06-2008)	22 (07-2008)	20 (08-2008)	20 (09-2008)	22 (10-2008)
Dług zagraniczny Skarbu Państwa	21 (11-2007)	20 (12-2007)	20 (01-2008)	21 (02-2008)	20 (03-2008)	20 (04-2008)	21 (05-2008)	20 (06-2008)	22 (07-2008)	20 (08-2008)	20 (09-2008)	22 (10-2008)
Państwowy dług publiczny			31 (Q4 2007)			30 (Q1 2008)			30 (Q2 2008)			30 (Q3 2008)
Sektor finansowy												
Zestawienie wybranych pozycji z bilansu monetarnych instytucji finansowych	14 (12-2007)	14 (01-2008)	14 (02-2008)	14 (03-2008)	14 (04-2008)	13 (05-2008)	14 (06-2008)	14 (07-2008)	12 (08-2008)	14 (09-2008)	14 (10-2008)	12 (11-2008)
Wybrane dane z bilansu NBP	7 (12-2007)	7 (01-2008)	7 (02-2008)	7 (03-2008)	7 (04-2008)	6 (05-2008)	7 (06-2008)	7 (07-2008)	5 (08-2008)	7 (09-2008)	7 (10-2008)	5 (11-2008)
Stopy procentowe	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie
Warszawski Indeks Giełdowy - WIG	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie
Sektor zagraniczny												
Bilans Płatniczy	12 (11-2007)	12 (12-2007)	13 (01-2008)	15 (02-2008)	15 (03-2008)	30** (Q1 2008)			30 (Q2 2008)			31 (Q3 2008)
Rezerwy oficjalne brutto	7 (12-2007)	7 (01-2008)	7 (02-2008)	7 (03-2008)	7 (04-2008)	6 (05-2008)	7 (06-2008)	7 (07-2008)	8 (08-2008)	7 (09-2008)	7 (10-2008)	8 (11-2008)
Obroty towarowe	14 (11-2007)		3 (12-2007) 13 (01-2008)	14 (02-2008)	15 (03-2008)	13 (04-2008)	15 (05-2008)	14 (06-2008)	16 (07-2008)	15 (08-2008)	17 (09-2008)	16 (10-2008)
Płynne aktywa i pasywa w walutach obcych	21 (12-2007)	21 (01-2008)	20 (02-2008)	21 (03-2008)	21 (04-2008)	20 (05-2008)	21 (06-2008)	21 (07-2008)	22 (08-2008)	21 (09-2008)	21 (10-2008)	19 (11-2008)
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna									30 (2007)			
Zadłużenie zagraniczne	2 (Q3 2007)		31 (Q4 2007)			30 (Q1 2008)			30 (Q2 2008)			31 (Q3 2008)
Kursy walutowe	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie
Ludność			20 (Q4 2007)			10 (Q1 2008)			11 (Q2 2008)			11 (Q3 2008)

* W nawiasach podane są okresy za jakie dane będą udostępniane, Q - kwartał

** Zmiana zakresu publikowanych danych z miesięcznych na kwartalne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GUS, <http://www.stat.gov.pl>.

²¹⁶ Prezentowane dane opracowane zostały dla analitycznych i statystycznych celów Międzynarodowego Funduszu Walutowego, przy użyciu definicji i klasyfikacji stosowanych przez MFW w systemie Government Finance Statistics (GFS). Por. <http://dsbb.imf.org>.

Tabela 2.15

Harmonogram terminów publikowania informacji bieżących, wyników wstępnych wydawanych przez GUS w 2008 r.

Lp.	Wyszczególnienie	Realizacja w poszczególnych miesiącach według dni kalendarzowych											
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
I. Informacje bieżące													
1.	Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach	23	22	21	23	23	23	23	22	23	23	21	22
2.	Ceny produktów rolnych	17	18	17	18	16	18	18	18	18	17	17	18
3.	Przeciętne zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw	16	15	17	15	19*	16	15	18	15	15	18	15
4.	Mieszkania oddane do użytkowania	17	18	17	17	16	16	16	18	17	17	17	16
5.	Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych	15	15[a]	13[b]	15	14	13	15	13	15	14	13	15
6.	Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz produkcji budowlano-montażowej	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
7.	Dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
8.	Koniunktura konsumencka	28	28	28	28	28	27	28	28	26	28	28	29
9.	Obroty handlu zagranicznego ogółem i według krajów	Okolo 50 roboczego dnia po okresie sprawozdawczym											
II. Informacje kwartalne													
1.	Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych	-	-	20	-	21	-	-	21	-	-	20	-
2.	Wyniki finansowe ubezpieczycieli	-	-	-	11	-	23	-	-	19	-	-	19
3.	Wyniki finansowe banków	-	-	-	11	-	3	-	-	2	-	-	2
4.	Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych według województw	-	-	5	-	-	4	-	-	3	-	-	4
5.	Szacunki produktu krajowego brutto	-	29	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-
6.	Koniunktura konsumencka	Okolo 3 tygodni po zakończeniu kwartału											
III. Informacje półroczne													
1.	Działalność biur i domów maklerskich oraz banków powierniczych	-	-	-	-	-	20	-	-	-	17	-	-
2.	Wyniki finansowe towarzystw i funduszy inwestycyjnych	-	-	-	-	-	19	-	-	-	29	-	-
3.	Wyniki finansowe towarzystw i funduszy emerytalnych	-	-	-	21	-	-	-	-	19	-	-	-
4.	Wyniki finansowe spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych za I pół. 2008 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	26	-	-	-
IV. Informacje roczne													
1.	Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za 2007 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31	-	-
2.	Wyniki finansowe spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych za 2007 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27	-	-
3.	Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2007 r.	-	-	-	-	28	-	-	-	-	-	-	-
4.	Działalność gospodarcza przedsiębiorstw o liczbie pracujących do 9 osób w 2007 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16	-	-
5.	Działalność przedsiębiorstw faktoringowych w 2007 r.	-	-	-	-	30	-	-	-	-	-	-	-
6.	Działalność przedsiębiorstw leasingowych	-	-	-	-	-	16	-	-	-	-	-	-

[a] dane wstępne

[b] dane ostateczne za styczeń i luty 2008

* termin zmieniony z 16.05.2008 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GUS, <http://www.stat.gov.pl>.

Część z zaprezentowanych powyżej informacji ma charakter wyprzedzający w stosunku do wahań koniunktury (są to tzw. *leading economic indicators* – wskaźniki wyprzedzające) i to właśnie one cieszą się szczególnym zainteresowaniem wśród inwestorów²¹⁷. Należą do nich m.in.²¹⁸: liczba godzin przepracowanych w przemyśle, liczba zgłoszeń po zasiłki dla bezrobotnych, zamówienia w przemyśle, zmiany w zapasach, ceny niektórych surowców, zezwolenia na budowę czy podaż pieniądza.

Należy zaznaczyć, że charakterystyki wyprzedzające pewnych czynników bywają często dyskusyjne, stąd też wskaźniki wyprzedzające koniunktury sporządzane w różnych ośrodkach mają różne składowe. Czasami także czynniki ujęte jako wyprzedzające w jednym barometrze przypisane są w innym jako równoległe czy

²¹⁷ Oprócz wskaźników wyprzedzających koniunktury wyróżnia się także wskaźniki zbieżne, równoległe (odzwierciedlające aktualny stan gospodarki) i opóźnione – potwierdzające zaobserwowane zmiany.

²¹⁸ Por. Kowalewski G., Zarys metod badania koniunktury gospodarczej, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 56-57, Yamarone R., op. cit., s. 69-79 oraz Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC), <http://www.biec.org>.

nawet opóźnione. Niektórzy autorzy podnoszą także kwestię różnego stopnia wyprzedzenia danego czynnika, barometru w przewidywaniu bessy czy hossy²¹⁹.

Oprócz niniejszych danych publikowanych jest także wiele testów i barometrów koniunktury (w tym w ujęciu sektorowym np. z zakresu koniunktury w przemyśle, handlu, budownictwie, sektorze bankowym, rolnictwie, jak i dotyczących optymizmu konsumentów, przedsiębiorców, przyszłej inflacji, rynku pracy itd.) mających na celu przewidzenie przyszłych wahań aktywności gospodarczej, a zarazem umożliwienie inwestorom dokonania na ich podstawie oceny perspektyw rozwojowych poszczególnych branż i przedsiębiorstw. W Polsce analizy takie sporządzane są m.in. w: Głównym Urzędzie Statystycznym (<http://www.stat.gov.pl>), Instytucie Rozwoju Gospodarczego SGH (<http://www.sgh.waw.pl/instytuty/irg>), Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową (<http://www.ibnrg.edu.pl>), Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC) (<http://www.biec.org>) oraz Ipsos (<http://www.ipsos.pl>)²²⁰.

Interpretacja powyższych danych, ze względu na ich szeroki zakres oraz skomplikowane zależności, jest zadaniem trudnym nawet dla doświadczonych inwestorów i analityków, a reakcje rynku na napływające informacje bywają często zaskakujące. Istotną rolę odgrywają w tym procesie oczekiwania inwestorów co do poziomu wskaźników, a w konsekwencji stopień spełnienia tych oczekiwań, realizacji prognoz.

Należy także pamiętać, że niektóre z przytoczonych powyżej wskaźników posiadają pewne wady, a ich wskazania trzeba interpretować z należytą ostrożnością²²¹. Wnioskowanie w oparciu o pojedynczy wskaźnik, pojedynczą

²¹⁹ Por. Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC), <http://www.biec.org> oraz Zarnovitz V., Przyjemniej przewidywać boom niż recesję, Rzeczpospolita, 27 październik 2001.

²²⁰ Por. także wskaźniki, testy i barometry zaprezentowane w: Matkowski Z., Złożone wskaźniki koniunktury dla gospodarki polskiej oparte na standardach UE i OECD, Wydawnictwo IRG SGH, Warszawa 1998 oraz Kowalewski G., op. cit.

²²¹ I tak np. w przypadku wad wskaźnika PKB wymienia się fakt, iż nie jest on dobrą miarą rozwoju gospodarczego (nie uwzględnia bowiem zmian jakościowych w strukturze społeczno-ekonomicznej, różnic w poziomie rozwoju, jakości produktów), że jest on zniekształcony przez wahania kursów walutowych oraz wrażliwy na bańki spekulacyjne (powodujące wzrost PKB, ale nie tworzące de facto bogactwa), że odzwierciedla tylko tę działalność gospodarczą, która jest przedmiotem rejestrowanych transakcji rynkowych (pomija produkcję gospodarstw domowych na własne potrzeby, nie odzwierciedla wolontariatu, produkcji tzw. szarej strefy), że jest powiększony o te rodzaje rejestrowanej działalności gospodarczej, które nie podnoszą poziomu i jakości życia ludzi w danym kraju (np. wydatki zbrojeniowe, produkcja używek itp.). Podnosi się fakt, że usługi sektora publicznego są trudne do wyceny na zasadach rynkowych, a wzrost PKB może odbywać się poprzez wydatki na naprawę szkód wyrządzonych przez żywioły, że wskaźnik ten nie uwzględnia negatywnych efektów zewnętrznych produkcji (zanieczyszczenia środowiska, nadmiernej urbanizacji i związanej z tym uciążliwości życia, podróżowania itd.), że nie ujmuje wartości czasu wolnego. Por. m.in. Por. Woźniak M.G., Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 24.

informację może być w znacznym stopniu obciążone błędem. Jak zatem podkreślano już wielokrotnie, badając wpływ wyżej wymienionych czynników na siłę fundamentalną i wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa, należy analizować je w ujęciu łącznym (ze wszelkimi wzajemnymi relacjami i wpływami) oraz w ujęciu dynamicznym (a więc nie tylko przez pryzmat wartości bezwzględnej zjawiska, ale także w oparciu o zmiany jego wartości w czasie).

Ze względu na specyfikę poszczególnych przedsiębiorstw i złożoność relacji w nich zachodzących, wskazanie optymalnego zbioru informacji z makro- i mikrootoczenia oraz źródeł ich pozyskania, z punktu widzenia przydatności w analizie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, nie wydaje się możliwe. Nawet informacje ukierunkowane na daną branżę czy sektor, wymagają nierzadko dalszej analizy i uszczegółowienia, czy to ze względu na nieodpowiednią agregację danych, niepełny charakter informacji czy ich aktualność. Nie zawsze także wnioski z dostępnych opracowań będą pokrywać się z tymi wyciąganymi w kontekście konkretnego przedsiębiorstwa, w momencie uwzględnienia specyfiki prowadzonego przez niego biznesu, realizowanej strategii, pozycji rynkowej czy posiadanych zasobów, kompetencji.

Jeśli chodzi o barometry koniunktury, to wśród ich wad wymienia się m.in. to, że nie odzwierciedlają one mechanizmów-przyczynowo skutkowych, a jedynie wskazują kierunek zmian, że służą do bieżącej oceny stanu koniunktury i nie stanowią wystarczającej podstawy do prognoz długoterminowych. Barometry nie opisują całokształtu zmian aktywności gospodarczej, uwzględniają tylko wąski wycinek wskaźników ekonomicznych, nie pozwalają więc na całościową, kompleksową analizę i prognozę koniunktury gospodarczej. Na dodatek brak jest pewności, że sekwencje zmian, które zaobserwowano w przeszłości wystąpią w następnych cyklach. Barometry nie informują także, kiedy wystąpi zwrot koniunktury oraz jak długo potrwa nowa faza i jaka będzie jej skala.

W przypadku wad wskaźnika inflacji konsumenckiej (CPI) wymienia się m.in. podatność wskaźnika na zmiany koszyka dóbr (w Polsce GUS aktualizuje jego skład raz na rok), nie uwzględnianie zmian w ich jakości, skomplikowane procedury, niejednolite metodologie obliczania. Dodatkowo koszyk indywidualny może różnić się od statystycznego. Wskaźnik inflacji nie uwzględnia też efektu substytucji, przejścia od droższych produktów i usług do ich tańszych odpowiedników. Występują też trudności w porównywaniu inflacji pomiędzy krajami, okresami.

Rozdział III

Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Koncepcja kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa ma na celu zidentyfikowanie newralgicznych nośników wartości wewnętrznej podmiotu, jego potencjału do wzrostu oraz czynników określających jego bezpieczeństwo i standing finansowy.

Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) zostały zdefiniowane jako najbardziej istotne, podstawowe, główne czynniki siły fundamentalnej wpływające z mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa (czynniki wtórne). Założono przy tym, że poziom, siła i kierunek oddziaływania tych czynników odzwierciedlają uwarunkowania w zakresie czynników pierwotnych – czynników z makrootoczenia (są przez nie w znacznym stopniu determinowane).

Wśród KCSFP wyodrębniono dwa obszary, tj. spójne zbiory czynników wtórnych siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a mianowicie:

- obszar tworzenia wartości,
- obszar ochrony wartości.

Podział ten nie jest podziałem rozłącznym, tzn. istnieją czynniki wspólne dla tych grup. Czynniki tworzące wartość mogą bowiem sprzyjać także jej ochronie i odwrotnie.

Wyróżnione obszary różnią się zogniskowaniem analizy. W obszarze tworzenia wartości główny nacisk położony jest na wzrost, rozwój, podczas gdy w obszarze ochrony wartości na bezpieczeństwo, stabilność, powtarzalność i przewidywalność czynników oraz poszukiwanie źródeł ewentualnych zagrożeń.

Każdy z powyższych obszarów podzielono na dwie sfery, w których przejawiają się czynniki fundamentalne:

- sferę finansową, obejmującą czynniki finansowe, ujęte wartościowo, dotyczące sfery materialnej, prezentowane zazwyczaj w sprawozdaniach finansowych,
- sferę niefinansową, obejmującą czynniki niefinansowe, jakościowe, dotyczące sfery aktywów niematerialnych, trudne do zmierzenia i identyfikacji.

Analizowana liczba kluczowych czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa, określających jego potencjał do tworzenia i ochrony wartości nie

powinna być przesadnie duża. Zbytne poszerzanie tego zbioru może doprowadzić do dublowania informacji czy też zaciemniania obrazu spółki. Poza tym, jak zauważa R. Eccles i inni²²², ile czynników może być tak naprawdę kluczowych?

Zidentyfikowane czynniki powinny charakteryzować się następującymi cechami:

- stabilnością w czasie, co przyczyni się także do zwiększenia ich porównywalności,
- wiarygodnością,
- zasadnością (silnym powiązaniem z tworzeniem i ochroną wartości),
- użytecznością (możliwością ich wykorzystania w zarządzaniu i ocenie wartości wewnętrznej),
- walorami predykcyjnymi.

Spełnienie powyższych oczekiwań stwarza podstawy, aby kluczowe czynniki siły fundamentalnej (KCSFP) stały się użytecznym narzędziem dla zrozumienia istoty działalności przedsiębiorstwa, oceny jego wyników i pozycji oraz świadomego tworzenia i ochrony wartości wewnętrznej.

Identyfikacja KCSFP nie jest zadaniem łatwym ze względu na istnienie szerokiego spektrum specyficznych dla poszczególnych branż i przedsiębiorstw czynników biorących udział w procesie tworzenia wartości, ich wzajemne oddziaływanie, przenikanie się, ich różnorodne charakterystyki (czynniki finansowe, niefinansowe, sfera mikrootoczenia, wewnątrz przedsiębiorstwa, aspekt operacyjny, inwestycyjny, finansowy itp.) czy też często wielokierunkowy i nieliniowy wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

Autor rozprawy ma świadomość, że w procesie identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa najlepszą metodą byłaby analiza konkretnych branż i przedsiębiorstw. Wykorzystanie jej w pracy wymagałoby jednak analizy bardzo wielu przypadków, co byłoby trudne do zrealizowania ze względu na stopień skomplikowania, obszerność zagadnienia czy też wreszcie rozmiary rozprawy. Z kolei na podstawie pojedynczych przypadków (*case study*) nie można wyprowadzać wniosków o charakterze generalnym.

Nie chcąc zatem ograniczać się do analizy *case study* pojedynczych przedsiębiorstw czy też wybranych branż, przyjęto w rozprawie sposób identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

²²² Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 19.

(KCSFP) polegający na wykorzystaniu krajowych i zagranicznych badań innych autorów, w tym m.in. na przeprowadzonych przez nich analizach, ankietach, stworzonych modelach (stochastycznych, dyskryminacyjnych) czy też opracowanych metodologiach.

Powyższe badania podzielono na te dotyczące kluczowych czynników z zakresu obszaru tworzenia wartości wewnętrznej oraz te z zakresu jej ochrony.

Badania pierwszego z obszarów opierają się na opiniach czterech grup profesjonalnych uczestników rynku kapitałowego, tj. inwestorów, analityków, zarządzających aktywami oraz menedżerów. Uzupelnione zostały one ponadto o badania bazujące na analizie stochastycznej, analizie danych i raportów finansowych przedsiębiorstw.

Badania dotyczące ochrony wartości opierają się z kolei na opiniach syndyków, nadzorców sądowych oraz wykorzystują modele analizy dyskryminacyjnej, analizy przyczyn upadłości, metodologie agencji ratingowych, metodologie wyznaczania standingu finansowego w bankach czy też analizę regulacji i zaleceń z tego zakresu.

Badania dotyczące tworzenia wartości koncentrują się zatem na aspekcie dochodowym przedsiębiorstwa, możliwości wzrostu jego wartości, podczas gdy badania dotyczące ochrony wartości kładą szczególny nacisk na bezpieczeństwo przedsiębiorstwa i czynniki ryzyka.

Połączenie tych podejść umożliwiło wyłonienie kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa stanowiących zbilansowaną kombinację elementów z zakresu zwrotu i ryzyka.

Aby móc wykorzystać wspomniane powyżej badania do celów rozprawy, wykorzystano schemat wnioskowania oparty na wnioskowaniu pośrednim, tzw. sylogizm. Ponieważ siła fundamentalna przedsiębiorstwa została zdefiniowana jako potencjał przedsiębiorstwa do wzrostu i ochrony wartości wewnętrznej, przyjęto, że czynniki, przez pryzmat których ocenia się, kształtuje lub chroni wartość wewnętrzną, są tym samym składnikami siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Autor rozprawy ma świadomość skali i różnorodności wykorzystanych w dysertacji badań, które:

- nie są jednolite pod względem celu ich przeprowadzenia, ponadto część z nich porusza wyłącznie kwestie finansowe lub niefinansowe, a część obydwu te aspekty,

- różnią się nie tylko zasięgiem geograficznym (krajowe, zagraniczne), branżowym oraz okresem jakiego dotyczą (retrospektywne, prospektywne) czy stopniem aktualności, ale także liczebnością próby (krajów, przedsiębiorstw menedżerów, analityków, inwestorów etc. biorących udział w badaniu),
- są zróżnicowane ze względu na ich charakter (badania ankietowe, analiza modeli, analiza regulacji i rekomendacji etc.),
- są zróżnicowane ze względu na charakter zmiennych (badania z predefiniowanymi zestawami zmiennych oraz badania otwarte, w których uczestnicy określają zmienne i przypisują im wagi) oraz ich ujęcie pod względem szczegółowości.

Ponadto, przedstawione w niniejszej rozprawie badania nie wyczerpują z pewnością zbioru wszystkich badań, modeli, procedur czy regulacji, których to analiza mogłaby przebudować otrzymaną listę czynników najczęściej wskazywanych.

Z powyższych względów identyfikacja KCSFP, poprzez proste znalezienie części wspólnej lub wyznaczenie częstotliwości wskazań dla danych czynników w zaprezentowanych badaniach, nie jest uzasadniona. Możliwe jest natomiast zagregowanie, pogrupowanie i usystematyzowanie kluczowych czynników wskazywanych w badaniach. Podejście to ma tę zaletę, że zidentyfikowane KCSFP utworzą szeroki zbiór czynników, który można zaadaptować na potrzeby konkretnej branży, przedsiębiorstwa, przy czym prawdopodobieństwo pominięcia któregośkolwiek z ważnych czynników w zakresie tworzenia i ochrony wartości jest znacznie ograniczone.

3.1. Obszar tworzenia wartości

Pierwszym obszarem poszukiwania kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa jest obszar tworzenia wartości.

Prezentowane rozważania skoncentrowane są na wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa jako kategorii uniwersalnej, a zarazem wynikającej bezpośrednio z rzeczywistej zdolności wycenianych aktywów do generowania dochodów, opierającej się na ich wewnętrznych charakterystykach i potencjale do wzrostu,

abstrahującej od wpływu specyficznego inwestora czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym.

3.1.1. Uwagi ogólne

Kluczowe czynniki tworzące siłę fundamentalną przedsiębiorstwa, postrzegane są w pracy przez pryzmat wartości wewnętrznej, a więc wartości, która przy braku silnie efektywnego rynku kapitałowego, występującej na nim asymetrii informacji oraz obciążeniach psychologicznych inwestorów, może różnić się od wartości rynkowej²²³.

Poszukiwanie kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa skoncentrowane będzie zarówno na sferze finansowej, jak i na sferze niefinansowej podmiotu i jego najbliższego otoczenia. Czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa nie należy bowiem utożsamiać tylko z czynnikami finansowymi. Wraz z silnym rozwojem branż usługowych i handlowych (w tym biznesu elektronicznego) oraz ich coraz większym udziale w tworzeniu PKB, dużego znaczenia nabierają czynniki niefinansowe²²⁴. Decydują one coraz częściej o

²²³ Nie wyklucza to sytuacji, w której wyodrębnione na tym etapie czynniki, mogą być użyteczne także przy wyborze spółek w kontekście ich wartości rynkowej, w szczególności przy długim horyzoncie inwestycyjnym oraz efektywnym rynku kapitałowym.

²²⁴ Jak zauważył A. Greenspan, poziom amerykańskiego PKB wzrósł przez ostatnie pół wieku około pięciokrotnie, podczas gdy jego fizyczna masa powiększyła się tylko nieznacznie. Por. Wypowiedź z 1999 r., Wessel D., Things: From Greenspan, a (Truly) Weighty Idea, Wall Street Journal (Eastern Edition), May 20, 1999, Vol. 233, Issue 98, pg. B1.

Warto porównać także relację kapitalizacji giełdy do PKB w danym kraju. W przypadku wybranych krajów europejskich wskaźnik kapitalizacja/PKB w roku 2007 kształtował się następująco: dla Luksemburga i Szwajcarii wyniósł on około 300%, dla Wielkiej Brytanii i Cypru około 130%, dla Polski na poziomie 47% – tendencja wzrostowa. Por. Malinowska A., Gospodarcze znaczenie rynku kapitałowego w Polsce i wybranych krajach Europy w latach 2000-2007, <http://www.ae.katowice.pl>, s. 10. Por. także badania dotyczące wartości niematerialnych firmy Arthur Andersen omówione w rozdziale II.1.2. Czynniki wtórne.

Zjawisko to, jeśli wyeliminować efekty spekulacji i baniek rynkowych, jest wypadkową powstawania i identyfikacji aktywów niematerialnych. Potwierdza to rynkowa wycena spółek high-tech i internetowych (ale nie tylko), która jest często kilkakrotnie większa od wartości księgowej posiadanych przez nie aktywów materialnych oraz wskaźnik Q Tobina (rynkowa wartość kapitału własnego i obcego przez wartość odtworzeniową aktywów całkowitych), który w przedsiębiorstwach wiodących, charakteryzujących się dużym udziałem kapitału intelektualnego, wynosi często ponad 2 (Por. Skoczylas W., Niemiec A., op. cit., s. 79). Również w procesach fuzji i przejęć, cena płacona przez kupującego bywa nierzadko większa od wartości przejmowanego majątku.

Relacje te są na tyle trwałe, że kapitał intelektualny bywa często rozumiany jako różnica między wartością rynkową przedsiębiorstwa (lub dochodową) a jego wartością księgową. Można odnieść wrażenie, że domyślnie zakłada się w tej definicji, iż wartość rynkowa jest większa od księgowej, w innym bowiem przypadku należałoby mówić o ujemnym kapitale intelektualnym (ujemnej wartości reputacji).

przewadze konkurencyjnej przedsiębiorstwa i jego potencjale wzrostu, szczególnie w warunkach tzw. nowej ekonomii. Aktywa niematerialne są bowiem trudne do skopiowania, co jest szczególnie istotne w erze globalizacji i liberalizacji gospodarek oraz postępu technologicznego.

3.1.2. Kluczowe czynniki tworzenia wartości w świetle badań

Celem niniejszego podrozdziału jest identyfikacja kluczowych czynników z zakresu tworzenia wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa.

Aby osiągnąć wyżej wspomniany cel wykorzystano szereg badań innych autorów, dotyczących między innymi kluczowych czynników tworzących wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa, kluczowych czynników sukcesu, najważniejszych czynników wpływających na efektywność podmiotu czy też najistotniejszych czynników rozpatrywanych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz wydawaniu rekomendacji²²⁵.

Badania opierają się w przeważającej mierze na opiniach czterech grup profesjonalnych uczestników rynku kapitałowego, tj. inwestorów, analityków, zarządzających aktywami oraz menedżerów. Uzupełnione zostały ponadto o badania bazujące na analizie stochastycznej, analizie danych i raportów finansowych przedsiębiorstw.

Ujęcie to ma zapewnić, w zamyśle autora rozprawy, możliwie szerokie spojrzenie na tworzenie wartości w przedsiębiorstwie i jego potencjał wzrostu²²⁶.

Badania wykorzystane w pracy w procesie identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa w obszarze tworzenia wartości przedstawiono w tabeli 3.1.

²²⁵ W przypadku badań rozpatrujących m.in. kluczowe czynniki efektywności przedsiębiorstwa (*KPIs – key performance indicators*) oraz ich miary (*performance measures*), nie tyle chodzi o sposób pomiaru – konkretny miernik i jego konstrukcję, ale o to, czego (jakiej sfery) dana miara dotyczy. Można bowiem założyć, że sfera, przez pryzmat której oceniana jest efektywność w danym mierniku, jest de facto czynnikiem wartości dla przedsiębiorstwa. Np. udział w rynku może być jednocześnie czynnikiem wartości (czerpanie korzyści z dominującej pozycji), ale także miarą pozycji spółki na rynku czy też stopnia koncentracji branży. Przy czym istnieje wiele szczegółowych metod pomiaru w tym zakresie, np. wskaźnik udziału, krzywa koncentracji, krzywa Lorenza, wskaźnik Herfindahla-Hirschmana itp.

²²⁶ Czynniki te będą wykazywały pewne zróżnicowanie w zależności od branżowej przynależności przedsiębiorstw. W niniejszej dysertacji nacisk położony został na możliwie uniwersalne, modelowe podejście do identyfikowania kluczowych czynników, w związku z tym szczegółowe propozycje dla konkretnych branż nie będą przedmiotem szerszych rozważań.

Tabela 3.1

Badania wykorzystane w procesie identyfikacji KCSFP w obszarze tworzenia wartości

Autorzy badań	Zakres podmiotowy badań	Okres	Cel badań
Pricewaterhouse-Coopers	Inwestorzy instytucjonalni i analitycy z wybranych 14 krajów świata	1997, 1998	Ustalenie kluczowych czynników uwzględnianych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych
Pricewaterhouse-Coopers	Menedżerowie przedsiębiorstw, analitycy, inwestorzy z branży high-tech	1997, 1998*	Przydatność miar efektywności w branży high-tech
Ernst & Young Center for Business Innovation	Inwestorzy, zarządzający aktywami, analitycy (275 podmiotów) oraz wydawane przez nich raporty, rekomendacje (300 analiz)	1996*	Ustalenie kluczowych czynników niefinansowych wykorzystywanych przez inwestorów i analityków
Arthur Andersen, DYG Inc., Health Forum	250 menedżerów z przedsiębiorstw w różnych sektorach	1998	Identyfikacja kluczowych czynników tworzenia wartości w perspektywie 35 lat
Fischer T.H., Wenzel J.	Analitycy, biegli rewidenci, zarządzający funduszami, menedżerowie przedsiębiorstw z różnych branż w Niemczech	2001	Identyfikacja kluczowych finansowych i niefinansowych generatorów wartości przedsiębiorstwa
Skoczylas W., Gąsior-Żarska A.	Menedżerowie 46 spółek giełdowych i analitycy 7 biur maklerskich w Polsce	2006	Identyfikacja kluczowych czynników niefinansowych wartości przedsiębiorstwa
Skoczylas W., Urbańczyk E., Batóg B., Batóg J.	Spółki notowane na GPW (113) z sekcji: budownictwo, przemysł, usługi, spółki Skarbu Państwa (393) z sekcji: rolnictwo, budownictwo, wytw. i zaopatr. w energię elektr., gaz i wodę, pozostały przemysł, usługi	2002-2004	Identyfikacja czynników finansowych wzrostu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa
Marcinkowska M.	Największe polskie przedsiębiorstwa (głównie spółki publiczne), banki, ubezpieczyciele, spółki konsultingowe	1998	Identyfikacja kluczowych źródeł wartości firmy
Financial Accounting Standards Board	Po 6 do 9 przedsiębiorstw z branż: samochodowej, chemicznej, systemów komputerowych, spożywczej, paliwowej, farmaceutycznej, banków regionalnych, tekstylnej	1998-2000*	Identyfikacja kluczowych czynników sukcesu w wybranych branżach
Peters T.J., Waterman R.H. Jr.; Kotter J.P., Heskett J.L.; Collins J.C., Portas J.I.; Jain A.K.; Katzenbach J.R.; Foster R., Kaplan S.; Weick K.E., Sutcliffe K.M.; Zook C., Allen J.; Joyce W., Nohria N., Roberson B.; Breene R.T.S., Nunes P.F.	Zróznicowane pod względem branżowym przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysoką efektywnością	1961-2004* (różny w zał. od badania)	Identyfikacja źródeł sukcesu w osiągnięciu wysokiej efektywności

* brak precyzyjnych danych, szacunkowy okres badań

Źródło: opracowanie własne.

Pierwsze z zaprezentowanych w tabeli 3.1 badań, to badanie PricewaterhouseCoopers²²⁷ przeprowadzone w latach 1997 i 1998 wśród inwestorów instytucjonalnych oraz analityków w 14 krajach świata²²⁸. Jego celem była identyfikacja kluczowych czynników analizowanych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Przeprowadzone badanie pozwoliło ustalić 9 kluczowych czynników (spośród łącznej liczby 21. rozpatrywanych czynników). Są nimi²²⁹:

- zyski,
- przepływy pieniężne,
- koszty,
- wydatki kapitałowe,
- poziom wydatków na badania i rozwój,
- efektywność segmentów działalności,
- określenie strategicznych celów,
- rozwój nowych produktów,
- udział w rynku.

Na liście tej znajdują się zarówno czynniki finansowe, jak i niefinansowe, z przewagą tych pierwszych. Wśród czynników finansowych liczną grupę stanowią te związane z przepływami pieniężnymi (poziom przepływów, wydatki kapitałowe, wydatki na BiR). Kluczowe czynniki umożliwiają spojrzenie na bieżące dokonania przedsiębiorstwa, jak i podkreślają znaczenie elementów ukierunkowanych na jego przyszłość (rozwój nowych produktów, wydatki na badania i rozwój, cele strategiczne).

Więszą wagę czynników niematerialnych uwydatniają natomiast wyniki badania PricewaterhouseCoopers dotyczące branży high-tech, która to, ze względu na swoją specyfikę, w o wiele większym stopniu determinowana jest przez aktywa niefinansowe.

Wyniki powyższego badania przedstawia tabela 3.2.

²²⁷ Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 123 i 124.

²²⁸ Badanie obejmowało swym zakresem kraje, takie jak: USA, Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Włochy, Szwajcaria, Holandia, Szwecja, Dania, Australia, Japonia, Hong Kong, Singapur i Tajwan.

²²⁹ Za kluczowe czynniki przyjmowano takie, które zostały wskazane jako szczególnie przydatne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez co najmniej 80% ankietowanych inwestorów i analityków.

Kluczowe czynniki efektywności wg zarządzających w branży high-tech

Największa istotność	Średnia istotność	Niska istotność
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kierunek strategiczny ▪ Przepływy pieniężne ▪ Wzrost rynku ▪ Marża brutto ▪ Jakość, doświadczenie zarządzających ▪ Wielkość rynku ▪ Otoczenie konkurencyjne ▪ Zyski ▪ Reakcja na potrzeby rynku ▪ Udział w rynku 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Przychody z nowych produktów ▪ Kapitał intelektualny ▪ Sprzedaż i koszty marketingu ▪ Stopień sukcesu nowych produktów ▪ Stopień zatrzymania pracowników ▪ Wydatki na badania i rozwój ▪ Cykl rozwoju produktu ▪ Kanały dystrybucji ▪ Stopień wydatków ▪ Wartość i rozpoznawalność marki ▪ Przychody na zatrudnionego ▪ Rotacja klientów ▪ Wydatki kapitałowe ▪ Efektywność segmentów 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Koszty pozyskania pracowników ▪ Koszty rozwoju marki ▪ Koszty pozyskania klientów ▪ Przychody z licencji ▪ Stopień zrealizowania zamówień ▪ Wykorzystanie mocy produkcyjnych ▪ Stopień odrzutów ▪ Wzrost ruchu ▪ Przychody z praw własności ▪ Koszty gwarancji ▪ Odpisy zapasów ▪ Wzorce ruchu ▪ Umowy barterowe

Źródło: Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., *The Value Reporting Revolution. Moving Beyond The Earnings Game*, PWC, John Wiley & Sons, New York, 2001, s. 126 i 128.

Wśród dziesięciu kluczowych czynników efektywności wskazanych przez zarządzających, tylko trzy dotyczą sfery finansowej – przepływy pieniężne, zyski oraz marża brutto, pozostałe siedem (kierunek strategiczny, wzrost rynku, jego rozmiar, udział w rynku, jakość i doświadczenie zarządzających, otoczenie konkurencyjne, reakcja na potrzeby rynku) to czynniki niefinansowe²³⁰.

Wyniki tego badania w przypadku analityków i inwestorów z branży high-tech²³¹ wykazały pełną zgodność w zakresie 10 najbardziej istotnych czynników ze wskazaniami zarządzających, i to pomimo, że zakres wyjściowy ocenianych czynników był szeroki (w badaniu uwzględniono ich łącznie 37).

Wskazania powyższych trzech grup różniły się tylko pod względem uszeregowania czynników wg istotności. Zarówno analitycy, jak i inwestorzy uzupełnili listę kluczowych czynników o przychody z nowych produktów. W przypadku inwestorów lista ta zawierała także czynniki, takie jak stopień sukcesu nowych produktów, widoczność marki, kanały dystrybucji, efektywność w segmentach i wykorzystanie mocy produkcyjnych.

²³⁰ Por. tamże, s. 125-129.

²³¹ Por. tamże, s. 127, 128.

Identyfikacja kluczowych czynników niefinansowych wykorzystywanych przez inwestorów oraz analityków w ich decyzjach i rekomendacjach inwestycyjnych była również przedmiotem badań firmy Ernst & Young²³².

Ranking niefinansowych czynników wartości sporządzony w oparciu o opinie analityków przedstawiono w tabeli 3.3.

Tabela 3.3

Ranking niefinansowych czynników wartości przedsiębiorstwa wg analityków

Jakość zarządzania	Pozycja	Siła pozycji rynkowej	Pozycja
Realizacja strategii	1	Innowacyjność	4
Jakość strategii	3	Udział w rynku	6
Doświadczenie kierownictwa	7	Wizerunek marki	13
Jakość wizji organizacyjnej	16	Siła marketingu i reklam	21
Styl przywództwa CEO	24	Globalny potencjał	22

Siła kultury organizacyjnej	Pozycja	Jakość produktów i usług	Pozycja
Umiejętność pozyskiwania i zatrzymywania utalentowanych ludzi	5	Jakość głównych procesów	10
Jakość pracowników	18	Jakość postrzegana przez klientów	15
Jakość systemów motywacyjnych	23	Wskaźnik błędów w produkcie, usłudze	25
Jakość szkoleń dla pracowników	28	Trwałość produktu	27
Rotacja zatrudnienia	30	Nagrody za jakość produktu	35
Polityka ekologiczna i społeczna	37	Nagrody za jakość procesu	36
Wykorzystanie pracy w grupach	38		

Poziom satysfakcji klientów	Pozycja	Efektywność polityki wynagradzania kierownictwa	Pozycja
Poziom satysfakcji klientów	11	Spójność wynagrodzeń z interesem właścicieli	8
Poziom powtórnej sprzedaży	19	Polityka wynagradzania oparta na wynikach	12
Liczba skarg klientów	32	Relacja płacy CEO do wynagrodzeń zwykłych pracowników	39
Jakość działu obsługi klientów	33		

Jakość komunikacji z inwestorami	Pozycja	Efektywność rozwoju nowych produktów	Pozycja
Wiarygodność kierownictwa	2	Przywództwo w badaniach	9
Dostępność kierownictwa	26	Wydajność rozwoju nowych produktów	14
Jakość porad	29	Długość cyklu rozwoju nowego produktu	17
Wiedza i doświadczenie obsługi relacji inwestorskich	31	Procent przychodów z nowych produktów	20
Jakość publikowanych materiałów	34		

Źródło: Por. Ernst & Young, Measures that matter, 1997, s. 7.

²³² Por. Ernst & Young, Measures that matter, 1997.

Z kolei główne niefinansowe czynniki wartości wg opinii inwestorów przedstawione zostały poniżej.

Tabela 3.4

Ranking niefinansowych czynników wartości przedsiębiorstwa wg inwestorów²³³

Najbardziej istotne:	Najmniej istotne:
<ol style="list-style-type: none"> 1. Realizacja strategii 2. Wiarygodność kierownictwa 3. Jakość strategii 4. Innowacyjność 5. Zdolność przyciągania utalentowanych pracowników 6. Udział w rynku 7. Doświadczenie kierownictwa 8. Jakość wynagrodzenia kierownictwa 9. Jakość głównych procesów 10. Przywództwo w badaniach 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Wskaźniki wynagrodzeń 2. Wykorzystanie pracy w grupach 3. Nagrody za jakość procesu 4. Nagrody za jakość produktu 5. Polityka społeczna 6. Publikowane informacje dla inwestorów 7. Jakość organizacji obsługi klientów 8. Jakość relacji z analitykami 9. Jakość relacji z inwestorami 10. Liczba skarg klientów

Źródło: Por. Ernst & Young, Measures that matter, 1997, s. 9.

Z badań przedstawionych przez Ernst & Young wynika zatem, że istnieje duża zbieżność opinii analityków i inwestorów w zakresie kluczowych czynników niefinansowych wartości przedsiębiorstwa. Są nimi:

- realizacja strategii oraz jej jakość,
- doświadczenie oraz wiarygodność kierownictwa,
- innowacyjność,
- zdolność do przyciągania i zatrzymania utalentowanych pracowników,
- udział w rynku,
- jakość wynagrodzenia kierownictwa,
- przywództwo w badaniach,
- jakość głównych procesów.

Różnice opinii analityków i inwestorów w zakresie 10 kluczowych czynników dotyczą wyłącznie oceny ich istotności.

Za mało istotne czynniki wartości uznane zostały natomiast m.in. jakość relacji z inwestorami i analitykami oraz publikowane informacje, co może budzić

²³³ Ankieta dotycząca najważniejszych czynników tworzenia wartości została także przeprowadzona przez magazyn Forbes (por. Baum G., Introducing the new value creation index, Forbes, 04.03.2000). Badanie Forbes Digital Tool, przeprowadzone na czytelnikach magazynu, wskazuje, że za najważniejsze czynniki wartości uważają oni: satysfakcję klientów, umiejętność pozyskania utalentowanych pracowników, innowacje, inwestycje w marki, technologię, alianse, jakość głównych procesów, produktów i usług oraz oddziaływanie na środowisko.

zdziwienie w kontekście bardzo istotnej roli, jaką odgrywa w procesie inwestycyjnym i analitycznym właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem oraz koncepcje, takie jak corporate governance czy value reporting²³⁴. Pokazuje to, że nie wszyscy inwestorzy i analitycy doceniają wagę powyższych zagadnień.

Jak stwierdzają autorzy badania, wykorzystywanie przez analityków czynników niefinansowych w procesie sporządzania prognoz poprawia trafność tych prognoz, zmniejszając tym samym ryzyko dla inwestorów²³⁵. W przypadku tej ostatniej grupy, dane niefinansowe stanowią około 35% informacji leżących u podstaw podejmowanych przez nich decyzji, przy czym wybór poszczególnych czynników wartości oraz przypisane im wagi okazują się niezależne od stosowanej przez nich strategii czy rodzaju inwestora²³⁶.

Postrzeganie kluczowych czynników procesu tworzenia i pomiaru wartości przez przedstawicieli wyższego kierownictwa przedsiębiorstw zbadane zostało pod koniec lat 90-tych przez firmę Arthur Andersen wraz z DYG Inc. i Health Forum²³⁷. Wyniki badania wskazują, że w perspektywie trzech kolejnych dekad do kluczowych czynników zaliczyli oni:

- satysfakcję klientów (90% wskazań),
- stabilność personelu (75%),
- wzrost przychodów (ok. 72%),
- realizowaną marżę zysku netto i marżę operacyjną (po ok. 69%),
- inwestycje technologiczne (59%),
- znajomość marki (ok. 53%),
- udział w rynku (51%).

Znaczenie klientów w procesie tworzenia wartości potwierdzają także badania B. Dobiegały-Korony²³⁸, przeprowadzone na grupie 275 przedsiębiorstw polskich, wskazujące za podstawę sukcesu rynkowego satysfakcję i lojalność klientów (100% wskazań).

²³⁴ Koncepcje te są przedmiotem szerokiej analizy w rozdziale IV.1.3. Corporate governance i IV.1.4. Value reporting.

²³⁵ Por. Ernst & Young, op. cit., s. 7.

²³⁶ Por. tamże, s. 8 i 9.

²³⁷ Por. Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., op. cit., s. 13-15. W badaniu wzięło udział 250 menedżerów.

²³⁸ Por. Dobiegała-Korona B., Klient..., wyd. cyt., s. 87.

Z kolei badanie T.M. Fischera i J. Wenzel przeprowadzone w Niemczech²³⁹, w którym brali udział analitycy, biegli rewidenci, zarządzający funduszami oraz menedżerowie przedsiębiorstw z różnych branż, pozwoliło na zidentyfikowanie następujących kluczowych generatorów wzrostu wartości przedsiębiorstw:

- grupa czynników finansowych: wyniki finansowe, rentowność kapitału i sprzedaży, sprzedaż oraz jej wzrost, inwestycje i ich wzrost, wolne przepływy pieniężne, koszt kapitału, struktura kapitału, zadłużenie, produktywność kapitałów, kapitał obrotowy, wykorzystanie materiałów, produktywność, ceny, koszty stałe, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu,
- grupa czynników niefinansowych: udział w rynku, wzrost rynku, jakość zarządzania, jakość produktu i procesu, zadowolenie klientów i pracowników, struktura klientów, uzależnienie od poszczególnych klientów, nowe produkty i związana z nimi sprzedaż, inwestycje w postęp i rozwój, wykorzystanie mocy produkcyjnych, kanały dystrybucji, kluczowe technologie, kultura przedsiębiorstwa, wizerunek.

Podobne badanie dla warunków polskich przeprowadzone zostało przez W. Skoczylas i A. Gąsior-Żarską²⁴⁰. Obejmowało ono jednak tylko niefinansowe czynniki tworzenia wartości w przedsiębiorstwie. Czynniki te podzielono na cztery grupy: sferę klientów i rynków zbytu, zatrudnienie i zarządzanie przedsiębiorstwem, dostawców i rynki zaopatrzenia oraz sferę procesów i innowacji. W badaniu uwzględniono także wagę czynników z powyższych grup w perspektywie tworzenia wartości w przeszłości i przyszłości.

Zbiorne zestawienie wagi poszczególnych grup czynników niefinansowych w procesie tworzenia wartości przedstawione zostało w tabeli 3.5. Czynniki zostały uszeregowane według siły ich oddziaływania w przeszłości oraz ich znaczenia w przyszłości w opinii polskich menedżerów i analityków²⁴¹.

²³⁹ Por. badanie T.M. Fischer i J. Wenzel za: Skoczylas W., Value reporting jako generator wartości przedsiębiorstwa, w: Hamrol M. (red.), Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem, KAFiS AE w Poznaniu, Poznań 2005, s. 314 oraz Gąsior-Żarska A., Niefinansowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), Determinanty..., wyd. cyt., s. 203-225.

²⁴⁰ Por. Gąsior-Żarska A., op. cit., s. 203-225. Badania przeprowadzono w oparciu o ankiety otrzymane z 46 spółek giełdowych i 7 biur maklerskich w Polsce, w ramach projektu badawczego 2 H02D 050 25 pod kierownictwem W. Skoczylas.

²⁴¹ Użyto skali czterostopniowej (1 – czynnik nieważny, 4 – bardzo ważny). Podane wartości stanowią średnią otrzymanych opinii w danym obszarze. Warto także zaznaczyć, że ankieta miała charakter zamknięty, tj. zestaw czynników był z góry zadany (oparty na czynnikach użytych w badaniu

Tabela 3.5

Ranking grup czynników niefinansowych tworzenia wartości w opinii
polskich menedżerów i analityków

Grupa	Menedżerowie		Analitycy	
	przeszłość	przyszłość	przeszłość	przyszłość
Klienci i rynki zbytu	3,00	3,41	2,82	3,42
Dostawcy i rynki zaopatrzenia	2,59	2,89	2,66	3,11
Zatrudnienie i zarządzanie	2,89	3,21	2,49	3,02
Procesy i innowacje	2,49	2,84	2,57	3,02

Źródło: Por. Gąsior-Żarska A., Niefinansowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007, s. 205.

Jak wynika z zaprezentowanych w tabeli 3.5 wyników badania, najważniejsza grupa niefinansowych czynników tworzenia wartości, zarówno według menedżerów, jak i analityków, to klienci i rynki zbytu. W przypadku menedżerów, na kolejnych miejscach wymieniają oni odpowiednio: zatrudnienie i zarządzanie, dostawców i rynki zaopatrzenia oraz procesy i innowacje. Kolejność grup pod względem istotności pozostaje niezmienna zarówno w perspektywie przeszłości, jak i przyszłości. Analitycy przypisują natomiast większe znaczenie do czynników z zakresu dostawców i zaopatrzenia, stawiając na ostatnim miejscu kwestię zatrudnienia i zarządzania (druga pozycja wg menedżerów), poprzedzoną przez procesy i innowacje. W wypadku tych dwóch ostatnich grup – ich waga w przyszłości znacznie wzrasta i zrównuje się. Widać wyraźnie, że w opinii menedżerów, jak i analityków, wszystkie z prezentowanych grup czynników zyskują na znaczeniu wraz z przejściem z ujęcia retrospektywnego do prospektywnego, przy czym większe zmiany obserwuje się w przyznawanych wagach przez analityków.

W celu uszczegółowienia rozważań w zakresie niefinansowych czynników tworzących wartość w polskich przedsiębiorstwach, zaprezentowano w tabeli 3.6 kluczowe czynniki (średnia waga $\geq 3,0$) w poszczególnych grupach²⁴².

niemieckim – por. Fisher T.M., Wenzel J., Publizität von Werttreibern im Value Reporting, Controlling, nr 6, 2004, za: Skoczylas W., Determinanty..., wyd. cyt, s. 204), chodziło natomiast o uszeregowanie czynników według ich wagi w procesie tworzenia wartości.

²⁴² Wagi przy czynnikach stanowią średnią arytmetyczną ocen menedżerów i analityków dotyczących przeszłości, jak i przyszłości w zakresie danego czynnika. Szczegółowe wyniki badania dla czynników z poszczególnych sfer w ujęciu retrospektywnym i prospektywnym w opinii menedżerów i analityków znaleźć można w: Gąsior-Żarska A., op. cit., s. 203-225.

Tabela 3.6

Ranking najważniejszych czynników niefinansowych w opinii polskich menedżerów i analityków (wagi uśrednione)

Lp.	Wyszczególnienie	Waga
KLIENCI I RYNKI ZBYTU		
1.	Utrzymanie klientów	3,48
2.	Wizerunek marki	3,41
3.	Udział w rynku	3,40
4.	Struktura klientów	3,40
5.	Wzrost rynku	3,35
6.	Liczba obecnych klientów	3,29
7.	Liczba nowo pozyskanych klientów	3,28
8.	Zyskowność nowych klientów	3,28
9.	Wizerunek produktu i serwisu	3,24
10.	Zadowolenie klientów	3,21
11.	Wartość marki	3,12
ZATRUDNIENIE I ZARZĄDZANIE PRZEDSIĘBIORSTWEM		
1.	Jakość zarządzania	3,50
2.	Wydajność pracowników	3,45
3.	Kwalifikacje pracowników	3,41
4.	Inwestycje w kwalifikacje pracowników	3,08
5.	Wynagrodzenie menedżerów	3,01
DOSTAWCY I RYNKI ZAOPATRZENIA		
1.	Zmiany cen na rynku zaopatrzenia	3,39
2.	Oszczędności w sferze zaopatrzenia	3,23
PROCESY I INNOWACJE		
1.	Inwestycje w postęp i rozwój	3,21
2.	Jakość produktu i procesu	3,21
3.	Poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych	3,17
4.	Czas realizacji zlecenia	3,07
5.	Przychody ze sprzedaży dotychczasowych produktów	3,07
6.	Czas rozwoju nowych produktów	3,05

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Gąsior-Żarska A., Niefinansowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007, s. 221, 222.

Zaprezentowane powyżej uśrednione wyniki badania potwierdzają wcześniejsze wnioski. Zarówno menedżerowie, jak i analitycy upatrują kluczowych czynników niefinansowych tworzenia wartości przedsiębiorstwa głównie w grupie klientów i rynków zbytu. Podkreślają oni przede wszystkim znaczenie klientów (ich struktury, liczby, zadowolenia, rentowności, możliwości utrzymania oraz pozyskania nowych), wagę pozycji przedsiębiorstwa na rynku (udziału w rynku oraz wzroście rynku), jak również kwestię marki (jej wartości i wizerunku).

Wysoką istotnością charakteryzuje się także grupa czynników z zakresu zatrudnienia i zarządzania przedsiębiorstwem, w szczególności jakość zarządzania oraz wydajność i kwalifikacje pracowników.

Pomimo iż grupa czynników dotycząca dostawców i rynków zaopatrzenia zajmuje pod względem liczebności ostatnie miejsce, należy podkreślić, że dwa wymienione tam czynniki wartości uznawane są za bardzo ważne, chodzi o zmiany cen na rynku zaopatrzenia oraz możliwe oszczędności w sferze zaopatrzenia.

Grupa czynników z zakresu procesów i innowacji, mimo iż bardziej liczna w porównaniu do wcześniej omawianej, ma relatywnie mniejsze znaczenie²⁴³. Do kluczowych czynników z tej grupy należą: inwestycje w postęp i rozwój, wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz jakość produktu i procesu. Na dalszych miejscach plasują się przychody ze sprzedaży dotychczasowych produktów oraz czas rozwoju nowych produktów.

Kolejne badanie, pod kierownictwem W. Skoczylas²⁴⁴, dotyczyło identyfikacji czynników finansowych wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa²⁴⁵. W odróżnieniu od wcześniejszej grupy, nie były one analizowane metodą ankietową, ale przy wykorzystaniu metody stochastycznej. Badaniem objętych zostało 113 spółek notowanych na GPW w Warszawie (z sekcji: budownictwo, przemysł, usługi) oraz 393 przedsiębiorstw Skarbu Państwa (z sekcji rolnictwo, budownictwo, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę, pozostały przemysł oraz usługi) w latach 2002-2004. Pod uwagę wziętych zostało 27 potencjalnych determinant wartości²⁴⁶.

Kluczowymi czynnikami wzrostu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa okazały się:

- rentowność aktywów ogółem,
- rentowność netto sprzedaży,
- mnożnik kapitału własnego,
- wydajność gotówkowa kapitału własnego²⁴⁷.

W przypadku badań rynku polskiego, warto zwrócić także uwagę na badanie ankietowe M. Marcinkowskiej z 1998 r., przeprowadzone na grupie największych polskich przedsiębiorstw (głównie publicznych, banków, ubezpieczycieli i spółek

²⁴³ Czynniki w grupie procesów i innowacji osiągają jedne z niższych ocen – wartość maksymalna nie przekracza wagi najmniej istotnego czynnika z grupy dostawców i rynków zaopatrzenia.

²⁴⁴ Por. Skoczylas W. (red.), *Determinanty...*, wyd. cyt., s. 178-201.

²⁴⁵ Wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa oceniano w badaniu poprzez spread ROE, tj. różnicę między rentownością kapitału własnego a kosztem kapitału własnego.

²⁴⁶ Pełna lista uwzględnionych w badaniu czynników przedstawiona jest w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty...*, wyd. cyt., s. 188-190.

²⁴⁷ Wydajność gotówkowa kapitału własnego = przepływy / kapitał własny.

konsultingowych), które dotyczyło szeroko pojętej rachunkowości wartości firmy²⁴⁸. Podmioty te wśród kluczowych czynników wartości firmy wymieniały najczęściej: czynniki zależne od rynku, na którym działa przedsiębiorstwo, wzrost zysku netto, wzrost rentowności, produktywność majątku, niezawodną strukturę organizacyjną, posiadanie strategii rozwoju, know-how, pracowników o wysokich kwalifikacjach, podwyższanie kwalifikacji pracowników, zmianę mentalności załogi, renomę, image firmy i jego poprawę, tradycję, inflację, wysokie możliwości adaptacji nowych sposobów produkcji, innowacje, bardzo dobrze rozbudowaną sieć dystrybucji, bardzo dobrą znajomość rynku i konkurentów, bardzo dużą elastyczność w przystosowaniu się do potrzeb rynku, rozległość i głębokość penetracji rynku, działania promocyjne (w tym dotyczące znaków towarowych), wdrażanie filozofii TQM, 5S, podpisane kontrakty, poszerzenie obszaru działania, pozycję na rynku, powiązania kooperacyjne, lojalność klientów oraz posiadane tajemnice produkcyjne.

Jak widać, większość z podanych powyżej czynników to czynniki ze sfery niematerialnej, dotyczące kapitału ludzkiego, organizacyjnego, reputacji, znajomości rynku czy elastyczności przedsiębiorstwa, umiejętności adaptacji. Badanie to dotyczyło jednak ujęcia księgowego wartości firmy, a więc rozpatrywało de facto dodatnią różnicę między wartością godziwą przedsiębiorstwa (często pojmowaną przez pryzmat dochodowy) i wartością jego aktywów netto (aspekt majątkowy). Przy tak zdefiniowanym celu analizy naturalne wydaje się uzyskanie znaczącej przewagi liczebnej czynników ze sfery niefinansowej nad czynnikami finansowymi.

Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa powinny być także rozpatrywane z perspektywy poszczególnych branż. Specyfika sektorów jest bowiem na tyle zróżnicowana, że trudno jest mówić o jednym uniwersalnym zestawie kluczowych czynników kształtujących wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa.

Słuszność takiego podejścia potwierdza raport zaprezentowany przez FASB²⁴⁹ zawierający informacje na temat kluczowych czynników sukcesu dla spółek z różnych branż. I tak do czynników tych należą:

- w branży samochodowej: udział w rynku i nowe produkty, moce produkcyjne i koszt utrzymania, siła robocza, strategia zarządu,
- chemicznej: moce produkcyjne i popyt, produkty i ceny, koszty operacyjne, nowe fabryki, technologie i BiR, strategia zarządu,

²⁴⁸ Por. Marcinkowska M., *Niematerialne...*, wyd. cyt., s. 194.

²⁴⁹ Por. FASB, *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*, 2001, <http://www.fasb.org>, s. 43-80.

- systemów komputerowych: strumienie przychodów, efektywność, rentowność, nowe produkty, marki, strategia zarządu,
- spożywczej: wzrost sprzedaży, wzrost marży, innowacje produktowe i jakość, efektywność marki, strategia zarządu,
- paliwowej: pozyskiwanie rezerw, wydobywanie, rafinacja, sprzedaż i marketing, strategia zarządu,
- farmaceutycznej: badania i rozwój, zapewnienie jakości, zarządzania strumieniami przychodów, marketing i dystrybucja, strategia zarządu,
- banków regionalnych: przyrost pożyczek i jakość kredytów, wpływy z prowizji, efektywność operacyjna, zarządzanie kapitałem, strategia zarządu,
- tekstylnej: rozpoznawalność marki i przychody, kontrola kosztów i zarządzanie zapasami, strategia zarządu.

Jak można zauważyć pomiędzy poszczególnymi branżami występuje dość duże zróżnicowanie, za wyjątkiem jedyne wspólnego dla wszystkich grup czynnika jakim jest strategia zarządu. Potwierdza więc to wcześniejsze wnioski, że trudno jest mówić o jednym uniwersalnym zestawie kluczowych czynników fundamentalnych (chyba, że chodzi o budowę możliwie szerokiej platformy KCSFP w celu jej późniejszej adaptacji do konkretnych przedsiębiorstw, sektorów), a raczej należy go rozpatrywać w obrębie danej branży.

Wśród nowo wyróżnionych kluczowych czynników znalazły się moce produkcyjne, koszt ich utrzymania, popyt, zarządzanie zapasami oraz specyficzne czynniki branżowe, takie jak: pozyskiwanie rezerw, wydobywanie, rafinacja (branża paliwowa) czy też przyrost pożyczek i jakość kredytów, wpływy z prowizji (branża banków regionalnych).

Raport FASB potwierdził także wagę czynników już zidentyfikowanych we wcześniejszych badaniach, a mianowicie takich jak: udział w rynku, badania i rozwój, nowe produkty, przychody, koszty, marża, efektywność, rentowność, jakość, marka, marketing i kanały dystrybucji, pracownicy czy wspomniana już strategia zarządu.

W procesie identyfikacji KCSFP warto przyjrzeć się także badaniom podejmującym próbę wyznaczenia kluczowych charakterystyk spółek o największej efektywności. Chodzi o ustalenie kluczowych czynników, jakimi kierowali się autorzy tych badań podczas kwalifikacji przedsiębiorstw do grupy podmiotów o największej efektywności oraz o przyjrzenie się zidentyfikowanym przez nich źródłom sukcesu.

Zbiorcze przedstawienie badań w tym zakresie przedstawia tabela 3.7.

Źródła wysokiej efektywności przedsiębiorstw

Autorzy badania	Kryteria wyboru spółek o największej efektywności	Zidentyfikowane źródła wysokiej efektywności
Thomas J. Peters, Robert H. Waterman Jr., In Search of Excellence: Lessons from America's Best-Run Companies, Harper & Row, 1982	Przedsiębiorstwa nieprzerwane utrzymujące przewagę nad swoimi konkurentami w okresie 20 lat w zakresie: wzrostu aktywów, wzrostu kapitałów własnych, relacji wartości rynkowej do księgowej, rentowności kapitału, rentowności kapitałów własnych, rentowności sprzedaży	<ul style="list-style-type: none"> - Nastawienie na działanie - Pozostawanie blisko klienta - Wspieranie autonomii i przedsiębiorczości - Zdobywanie wydajności dzięki ludziom - Doświadczony, nastawiony na wartość zarząd - Skupienie się na działalności, którą zna się najlepiej - Prosta struktura i mała liczba pracowników - Jednoczesna swoboda i dyscyplina
John P. Kotter, James L. Heskett, Corporate Culture and Performance, Free Press, 1992	Czołowe przedsiębiorstwa z grupy 207 blue chipów w 22 branżach w okresie 11 lat, pod względem: rocznego wzrostu zysku netto, średniego zwrotu z zainwestowanego kapitału, wzrostu ceny rynkowej akcji	<ul style="list-style-type: none"> - Stworzenie kultury dbającej o wszystkie elementy składowe (klientów, akcjonariuszy, pracowników) - Wymaganie przywództwa od zarządzających na wszystkich szczeblach
James C. Collins, Jerry I. Portas, Built to last: Successful Habits of Visionary Companies, Harper Business, 1994	Przedsiębiorstwa ikony, utrzymujące status gwiazdy przez 5, 10 lub 15 dekad (badanie wśród uważnie wybranych CEO z dużych i małych przedsiębiorstw)	<ul style="list-style-type: none"> - Działanie jak clock builder zamiast time-teller - Wybieranie A i B zamiast A lub B - Utrzymywanie głównego i stymulującego postępu - Poszukiwanie spójnego uporządkowania
Arun Kumar Jain, Corporate Excellence, Excel Books, 1998	Przedsiębiorstwa osiągające średnioroczne stopy wzrostu sprzedaży i zysków na poziomie 20% przez okres 4 lat oraz podwojenie swojej kapitalizacji rynkowej w powyższym czasie	<ul style="list-style-type: none"> - Wspólne podejmowanie decyzji - Komunikacja głównych wartości i determinacja w dążeniu do celu - Wiodąca wizja i napięte cele - Rozwój nowych kompetencji - Przedsiębiorczość i innowacje - Ciągła nauka płynąca z bilansowania tych czynników - Empowerment pracowniczy i poczucie własności - Odwaga, pasja i determinacja - Globalny benchmark doskonałości
John R. Katzenbach, Peak Performance: Aligning the Hearts and Minds of You Employees, Harvard Business School Press, 2000	Przedsiębiorstwa, które potwierdziły swoją finansową lub rynkową przewagę na przestrzeni kilku lat, będące częstym obiektem zainteresowań, rekomendacji osób	<p>Konsekwentne podążanie jedną lub wieloma z poniższych ścieżek:</p> <ul style="list-style-type: none"> - misja, wartości i duma - procesy i mierniki - przedsiębiorczy duch - indywidualne osiągnięcia - uznanie i uczczenie
Richard Foster, Sarah Kaplan, Creative Destruction: Why Companies That Are Butli to Last Underperform the Market – and How to Successfully Transform Them, Currency, 2001	Przedsiębiorstwa, które utrzymywały efektywność powyżej rynkowej przez okres 15 lat	<p>Transformacja zamiast przyrostowej poprawy:</p> <ul style="list-style-type: none"> - kreowanie nowych biznesów - sprzedaż lub zamknięcie jednostek o wolnym wzroście - porzucenie przestarzałych struktur i zasad - adaptacja nowych procesów podejmowania decyzji, systemów kontroli i modeli mentalnych

Tabela 3.7 cd.

Autorzy badania	Kryteria wyboru spółek o największej efektywności	Zidentyfikowane źródła wysokiej efektywności
Karl E. Weick, Kathleen M. Sutcliffe, <i>Managing the Unexpected: Assuring High Performance in an Age of Complexity</i> , Jossey-Bass, 2001	Przedsiębiorstwa zaprojektowane tak, aby stabilnie i efektywnie funkcjonować w warunkach stresu i presji, którym udało się sprostać nieoczekiwanym okolicznościom	- Stworzenie kolektywnego stanu świadomości
Chris Zook, James Allen, <i>Profit From the Core: Growth Strategy in an Era of Turbulence</i> , Harvard Business School Press, 2001	Przedsiębiorstwa osiągające zrównoważony wzrost przez długi okres, zarówno w zakresie przychodów, jak i zysków oraz jednocześnie generujące zwrot z kapitału przewyższający jego koszt	- Zbudowanie unikalnej siły w zakresie podstawowego biznesu oraz penetracja tej działalności w celu osiągnięcia pełnego potencjału wzrostu, głównie przez rozwijanie logicznych przynależności
William Joyce, Nitin Nohria, Bruce Roberson, <i>What Really Works: The 4+2 Formula for Sustained Business Success</i> , Harper Business, 2003	Najbardziej efektywne przedsiębiorstwa pod względem całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy w swojej branży w okresie 10 letnim	- Wykorzystywanie formuły 4+2, wymagającej osiągnięcia najwyższej efektywności jednocześnie w 4 podstawowych sferach (strategii, działania, kultury i struktury) oraz w 2 z czterech sfer pobocznych (talentu, przywództwa, innowacji, fuzji i partnerstwa)
R. Timothy S. Breene, Paul F. Nunes, <i>Accenture-published materials</i>	Przedsiębiorstwa, które pokonały swoich konkurentów w zakresie rentowności, wzrostu, długości i stałości przewagi oraz pozycjonowania na przyszłość	Bilansowanie, uporządkowanie i odnowa trzech głównych sfer: - koncentracji na rynku i pozycji na nim - szczególnych kompetencji - anatomii wysokiej efektywności

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Kirby J., *Toward a Theory of High Performance*, Harvard Business Review, July-August 2005, s. 32-34.

Jak wynika z informacji zawartych w powyższej tabeli, poszczególni autorzy używali różnych kryteriów w celu wyselekcjonowania najbardziej efektywnych spółek do swoich badań. Często stosowana była do tego celu analiza rentowności kapitałów, sprzedaży, wyniku finansowego, wzrostu wartości przedsiębiorstwa czy też czynniki natury jakościowej, takie jak: prestiż, ugruntowana pozycja na rynku, opinie profesjonalnych uczestników rynku, elastyczność i możliwości adaptacyjne spółki. Niemalże każdy z autorów rozpatrywał wyżej wymienione czynniki w perspektywie długoterminowej, kładąc duży nacisk na długość i stałość przewagi nad konkurentami, rynkiem. Wykorzystywane przez autorów kryteria wyboru spółek mieszczą się zatem w zakresie prezentowanych wcześniej w pracy kluczowych czynników tworzenia wartości.

Nowe, istotne czynniki pojawiają się natomiast w trakcie analizy kluczowych źródeł wysokiej efektywności wyselekcjonowanych przedsiębiorstw. Wśród źródeł tych dominowały elementy jakościowe, podkreślające wagę aktywnego działania,

kreatywności, innowacji, zdobywania nowych kompetencji, zbilansowania autonomii i kontroli oraz stworzenia elastycznej, adaptacyjnej kultury organizacyjnej, która pozwoli na pozytywne kształtowanie relacji w obrębie przedsiębiorstwa, pracownicy, klienci, właściciele. Duże znaczenie przypisywano także kwestii przywództwa oraz współpracy, jak i doświadczenia czy zaangażowania pracowników.

3.2. Obszar ochrony wartości

W definicji siły fundamentalnej podkreślono wagę analizy przedsiębiorstwa nie tylko przez pryzmat jego potencjału do tworzenia wartości wewnętrznej, ale także w kontekście zdolności do jej ochrony, utrzymania.

Obszar ten bywa nierzadko pomijany, a inwestorzy często koncentrują się na przyszłych zyskach, nie poświęcając wystarczającej uwagi standingowi fundamentalnemu przedsiębiorstwa. Standingowi, który pozwolić ma na ocenę podmiotu pod kątem bezpieczeństwa funkcjonowania oraz osiągniętej pozycji, będącej wypadkową bieżących i historycznych działań, prognozowanej ścieżki rozwoju, potencjału (ekonomicznego, organizacyjnego, kadrowego etc.) oraz interakcji przedsiębiorstwa na poziomie wnętrza i mikrootoczenia.

W niniejszym rozdziale, podjęto zatem próbę identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) w zakresie ochrony wartości przedsiębiorstwa.

3.2.1. Uwagi ogólne

Prezentowana w pracy koncepcja siły fundamentalnej przedsiębiorstwa zakłada, że inwestorzy są racjonalni, potrafią oprzeć się tłumowi i jego psychologii, charakteryzują się cierpliwością (preferują średnio- i długoterminowy horyzont inwestycyjny), dyscypliną oraz awersją do ryzyka. Podejmowane przez nich decyzje powinny zapewniać bezpieczeństwo i satysfakcjonujący zwrot, przy czym kwestii bezpieczeństwa nie należy rozumieć w znaczeniu absolutnym, kompletnym, a raczej jako ochronę przed stratami w normalnych i dających się przewidzieć warunkach rynkowych.

Wszystko to sprawia, że w zbiorze kluczowych czynników siły fundamentalnej należy uwzględnić aspekt ryzyka funkcjonowania danego podmiotu, a więc czynniki

odpowiadające nie tylko za tworzenie wartości, ale także jej utrzymanie. Ryzyko jest bowiem nieodłączną częścią każdej inwestycji i powinno być analizowane równoległe z innymi jej aspektami²⁵⁰.

Należy zatem zwrócić uwagę na ryzyko finansowe i operacyjne podmiotu oraz ryzyko płynące z jego otoczenia. Niezbędna jest ocena wpływu powyższych czynników na trwałości danego modelu biznesowego, danej kombinacji aktywów oraz analiza ryzyka procesów (realizacji, wdrażania i zarządzania danym modelem biznesowym) i ryzyka informacji wykorzystywanych w podejmowaniu decyzji (ich adekwatności i wiarygodności)²⁵¹.

Ważna jest także zależność, jaka zazwyczaj występuje (jakiej powinien oczekiwać racjonalny inwestor) pomiędzy ryzykiem a dochodem, tj. że wraz z poziomem ryzyka rośnie oczekiwany dochód. Stąd też należy liczyć się z tym, iż inwestycje w spółki o ugruntowanej pozycji, silne fundamentalnie, a więc spółki mniej ryzykowne, mogą przynosić niższe stopy zwrotu w porównaniu do podmiotów spekulacyjnych. Z drugiej strony ich potencjał oraz standing finansowy powinien stanowić dla inwestora zabezpieczenie na czasy gorszej koniunktury. W inwestowaniu opartym na analizie fundamentalnej nie chodzi bowiem o to, by za wszelką cenę uzyskać jak największą stopę zwrotu, ale aby podjęte decyzje oferowały satysfakcjonujący inwestora zwrot i, co nie mniej ważne, bezpieczeństwo.

Istnieje zatem potrzeba wyeliminowania z kręgu potencjalnych obiektów zainteresowania inwestora fundamentalnego podmiotów zbyt ryzykownych, którym może być przypisywany duży potencjał do wzrostu, ale które nie mają dobrego standingu finansowego, ugruntowanej pozycji na rynku, a dane historyczne i bieżące nie potwierdzają ich dobrych ocen. Ich wizerunek w takim przypadku opiera się często na nadziejach, oczekiwaniach i planach odnośnie przyszłego rozwoju, zarówno samego podmiotu, jak i branży, w której funkcjonuje²⁵². Chodzi także o wyeliminowanie podmiotów, które w perspektywie przyszłości zagrożone są trudnościami finansowymi czy wręcz bankructwem.

²⁵⁰ Kwestie istoty ryzyka, jego definicji i rozróżnienia między ryzykiem a niepewnością nie są przedmiotem niniejszej pracy, informacje na wyżej wymienione tematy można znaleźć m.in. w: Błaszczuk D., Wstęp do prognozowania i symulacji, PWN, Warszawa 2006, s. 96-102.

²⁵¹ Por. Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., op. cit., s. 135 i 136.

²⁵² Por. przypadek hossy spółek internetowych na przełomie 1999/2000 r. zakończonej bolesną korektą.

Koszty związane z trudnościami finansowymi i bankrutem nie ograniczają się wyłącznie do kosztów bezpośrednich (kosztów obsługi prawnej, administracyjnej), ale przede wszystkim realizują się w sposób pośredni, tj. poprzez utracone dochody, utracone możliwości rozwoju, koszty restrykcji finansowych lub brak możliwości pozyskania kapitału, uwzględnianie ryzyka bankrutwa przez kontrahentów²⁵³.

Identyfikację kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa w obszarze ochrony wartości należy zatem przeprowadzić w oparciu o obserwację czynników leżących u podstaw problemów finansowych, upadłości podmiotów, czynników wykorzystywanych w modelach służących do prognozowania tych zdarzeń czy też praktyki instytucji finansowych i ratingowych oceniających fundamenty i standing finansowy podmiotu.

3.2.2. Kluczowe czynniki ochrony wartości w świetle badań

Celem niniejszego podrozdziału jest identyfikacja kluczowych czynników z zakresu ochrony wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa.

Aby osiągnąć wyżej wspomniany cel, zaprezentowano szereg badań z zakresu prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw (analizy dyskryminacyjnej) i identyfikacji przyczyn upadłości podmiotów. Przedstawiono czynniki (zarówno finansowe, jak i niefinansowe) analizowane przez czołowe agencje ratingowe na świecie oraz wykorzystywane przez polskie banki komercyjne w procesie oceny kondycji przedsiębiorstwa, ocenie zdolności kredytowej. Zwrócono także uwagę na regulacje i zalecenia z tego zakresu. Ujęcie to ma dać, w zamyśle autora rozprawy, możliwie szerokie spojrzenie na ochronę wartości, kwestię stabilności, bezpieczeństwa i ciągłości działania przedsiębiorstwa.

Badania, modele, ratingi, regulacje i zalecenia wykorzystane w procesie identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa w obszarze ochrony wartości przedstawiono w tabeli 3.8.

²⁵³ Por. Stradomski M., Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2004, s. 41-45.

Tabela 3.8

Badania, modele, ratingi, regulacje i zalecenia wykorzystane w procesie
identyfikacji KCSFP w obszarze ochrony wartości

Autorzy badań, modeli, ratingów, regulacji, zaleceń	Zakres podmiotowy	Okres	Cel, przeznaczenie
Appenzeller A., Szarzec K.; Czajka B., Hamrol M., Piechocki M.; Gruszczyński M.; Gajdka J., Stos D.; Hadasik D.; Havis Polska; Hołda A.; INE PAN; Janek J., Zuchowski M.; Korol T.; Michaluk K.; Mączyńska E., Zawadzki M.; Prusak B.; Pogorzelski A.; Pogodzińska M., Sojak S.; Sojak S., Stawicki J.; Stępień P., Strąg T.; Wierzba D.; Wędzki D.	Przedsiębiorstwa bankruci i „niebankruci” z różnych branż	1993-2003 (różny w zal. od badania)	Identyfikacja czynników o największej sile dyskryminacji podmiotów upadłych i nieupadłych, skonstruowanie modelu prognozowania zagrożenia upadłością (z-score)
Pricewaterhouse-Coopers	Przedsiębiorstwa w Wielkiej Brytanii przeżywające trudności finansowe	1997	Identyfikacja przyczyn trudności finansowych podmiotów
Mączyńska E., Szczerbak M.	Syndycy i nadzorcy sądowi o zasięgu ogólnopolskim (łącznie 82 osoby), branża handlowa i budowlana	2001-2004	Identyfikacja przyczyn upadłości przedsiębiorstw w Polsce
Standard and Poor's, Fitch Ratings	Obligacje przedsiębiorstw	1995-2005*	Wyznaczenie ratingu na podstawie czynników ilościowych i jakościowych
Zalecenia Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego oraz polskie regulacje	Przedsiębiorstwa starające się o kredyt oraz te, którym taki kredyt przyznano	2001 i 2008**	Ocena ryzyka dłużnika, ocena jego sytuacji ekonomiczno-finansowej w oparciu o czynniki ilościowe i jakościowe
Banki komercyjne w Polsce, m.in. PKO BP	Przedsiębiorstwa starające się o kredyt	2001-2003 i 2006	Ocena kondycji przedsiębiorstwa, jego zdolności kredytowej na podstawie czynników ilościowych i jakościowych

* brak precyzyjnych danych, szacunkowy zakres

** data wydania regulacji, zaleceń

Źródło: opracowanie własne.

Przegląd wyników badań rozpoczęto od prezentacji sfer analizowanych w polskich modelach analizy dyskryminacyjnej. Modele te mogą być pomocne w identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej w obszarze ochrony wartości ze względu na fakt, iż ich celem jest informowanie z wyprzedzeniem o trudnościach finansowych podmiotów, przyporządkowanie poszczególnych spółek do podmiotów zagrożonych, bądź niezagrażonych upadłością. Modele te zawierają odpowiednio wyselekcjonowane czynniki, zmienne, umożliwiające im pełnienie dwóch podstawowych funkcji, tj. miernika wczesnego ostrzegania oraz wskaźnika oceny ryzyka kredytowego (syntetycznej oceny kondycji przedsiębiorstwa)²⁵⁴.

Analiza zawartych w nich składowych powinna zatem pozwolić na identyfikację kluczowych czynników siły fundamentalnej w obszarze ochrony wartości²⁵⁵. Nie chodzi jednak o konkretny miernik występujący w modelu (formułę poszczególnych zmiennych i przypisywane im wagi), a raczej o sferę, czynnik, który podlega analizie (szczegółowa konstrukcja mierników będzie się bowiem różnić w zależności od rozpatrywanego modelu).

Ze względu na fakt, iż istnieją istotne ograniczenia w zastosowaniu modeli analizy dyskryminacyjnej poza krajami ich opracowania²⁵⁶, w tabeli 3.9 zaprezentowano kluczowe sfery, czynniki ujmowane w modelach sporządzonych dla warunków polskich.

Zgodnie z prawem upadłościowym i naprawczym²⁵⁷, za dłużnika niewypłacalnego uznaje się dłużnika:

- który nie wykonuje swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych (podejście przepływowe),
- gdy jego zobowiązania przekroczą wartość jego majątku, nawet wtedy, gdy na bieżąco je reguluje (podejście bilansowe).

²⁵⁴ Badania pokazują także, że modele analizy dyskryminacyjnej mogą być również z powodzeniem wykorzystywane w celu doboru spółek do portfeli, które mają w horyzoncie długoterminowym maksymalizować zyski inwestorów przy jednoczesnym utrzymywaniu ryzyka na możliwie niskim poziomie. Por. Prusak B., Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw, Difin, Warszawa 2005, s. 8-12.

²⁵⁵ Por. Gierałtowska U., Możliwości wykorzystania funkcji dyskryminacyjnej na polskim rynku kapitałowym, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, nr 2, 2004.

²⁵⁶ Zwraca na to uwagę m.in. Hamrol M., Czajka B., Piechocki M. w: Analiza dyskryminacyjna. Przegląd najważniejszych modeli, Przegląd Organizacji, 4/2004, s. 37 oraz Prusak B., op. cit., s. 106-110.

²⁵⁷ Por. art. 11 pkt. 1 i 2 ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze, Dz.U. nr 60 poz. 535 z późn. zm.

Tabela 3.9

Sfery analizy w polskich modelach dyskryminacyjnych²⁵⁸

Analizowana sfera oraz poświęcona jej średnia liczba wskaźników w modelach dyskryminacyjnych poszczególnych autorów	Appenzeller A., Szarzec K.	Czajka B., Hamrol M., Piechocki M.	Gruszczyński M.	Gajdka J., Stos D.	Hadasik D.	Havis Polska	Hołda A.	INE PAN	Janek J., Żuchowski M.	Korol T.	Michaluk K.	Maczyńska E., Zawadzki M.	Prusak B.	Pogorzelski A.	Pogodzińska M., Sojak S.	Sojak S., Stawicki J.	Stępień P., Strąg T.	Wierzbę D.	Wędzki D.	SUMA
	2	1	8	5	5	4	1	7	1	2	1	1	4	1	1	1	5	1	8	59
Liczba modeli w zestawieniu	2	1	8	5	5	4	1	7	1	2	1	1	4	1	1	1	5	1	8	59
Rentowność																				28,82
- aktywów, kapitałów całkowitych	0,50	1,00	0,63	1,00		1,00	1,00	1,29	1,00	1,00	2,00	1,00	1,25	1,00		1,00	1,20	1,00		16,86
- majątku trwałego																1,00				1,00
- majątku obrotowego																1,00				1,00
- kapitału własnego						0,50										1,00			0,38	1,88
- sprzedaży	1,00	1,00	0,38	1,00		1,00		0,29					0,25		1,00			1,00	0,38	7,29
- inna					0,80															0,80
Obrotowość, sprawność																				16,26
- aktywów, kapitałów całkowitych				0,80			1,00	0,86			1,00								0,25	3,91
- kapitałów obcych netto									1,00					1,00						2,00
- zapasów	1,00		0,25		1,00	0,25			1,00										0,13	3,63
- należności						1,00	0,25												0,38	1,63
- zobowiązań krótkoterminowych			0,25	0,60		0,50	1,00			1,00			1,00							4,35
- cykl konwersji gotówki	0,50					0,25														0,75
Struktura																				27,10
- aktywów											3,00									3,00
- kapitałów		1,00	0,50	1,00	1,00		1,00	1,71			2,00	1,00	0,25	1,00				0,80	0,63	11,89
- powiązania aktywa-kapitały	1,00				0,60	2,25		0,71		0,50	3,00	1,00	0,50			1,00	0,40	1,00	0,25	12,21
Obsługa zadłużenia																				6,68
- pokrycie odsetek, kosztów fin.								0,43											1,00	1,43
- pokrycie zobowiązań	1,00							1,00		1,00		1,00	0,25	1,00						5,25
Płynność																				12,43
- ogólna				0,40	0,60		1,00	1,00								1,00		1,00	1,00	6,00
- szybka	0,50	1,00	0,25		0,60					0,50					1,00	1,00	0,20			5,05
- natychmiastowa			0,25								1,00								0,13	1,38
Inne								0,71	1,00								0,20		0,38	2,29

Źródło: opracowanie własne.

Jak widać obydwie sfery niewypłacalności ujęte zostały w konstrukcjach modeli. Zawierają one bowiem zarówno aspekt przepływowy (wskaźniki płynności i obsługi zadłużenia), jak i bilansowy (analiza struktury kapitałów).

Zmienne z pierwszej grupy nie wysuwają się jednak na pierwsze miejsce jeśli chodzi o częstotliwość analizy w kontekście oceny kondycji podmiotu, co więcej, w niektórych modelach zostały one nawet pominięte. Szczególnie małym

²⁵⁸ W tabeli zaprezentowano średnią liczbę wskaźników wykorzystywanych w modelach dyskryminacyjnych poszczególnych autorów ze względu na występujące niekiedy trudności w wyborze reprezentatywnego dla danego autora modelu, a zarazem konieczność wyeliminowania w analizie błędnie multiplikowanych wskaźników w obrębie danych sfer poprzez zliczanie liczby wskaźników na podstawie modeli jednego autorstwa, często niewiele różniących się od siebie (np. tylko pod względem wag czy wartości granicznej). Warto także zaznaczyć, że ze względów technicznych zestawienie to nie obejmuje wag przypisywanych poszczególnym zmiennym w modelach oraz nie uwzględnia charakterystyki przyjmowanych przez nie wartości.

zainteresowaniem cieszyła się kwestia analizy płynności natychmiastowej podmiotu czy też jego zdolności do pokrycia odsetek.

Zdecydowanie częściej wykorzystywane są zmienne dotyczące sfery struktury bilansowej, co świadczy o przydatności czynników z tego zakresu w procesie identyfikowania podmiotów o złej i dobrej kondycji. Kluczowymi czynnikami w tym zakresie okazały się: struktura kapitałów oraz powiązania między aktywami i pasywami.

Powyższe dwie sfery zostały uzupełnione w prezentowanych modelach dyskryminacyjnych o zmienne z zakresu rentowności i obrotowości. Szczególne znaczenie odgrywa tutaj pierwsza z wymienionych sfer, jako że jest ona obecna we wszystkich modelach i to z największą liczbą wykorzystywanych zmiennych. Chodzi tu głównie o takie czynniki, jak rentowność aktywów (kapitałów) całkowitych oraz rentowność sprzedaży.

W przypadku obrotowości wykorzystanie zmiennych pod względem ich częstotliwości występowania w modelach jest dość duże (głównie czynników obrotowości aktywów (kapitałów) całkowitych, rotacji zapasów, należności i zobowiązań), jednak sfera ta bywa czasami pomijana w modelach.

Polskie modele dyskryminacyjne opierają swoje wskazania wyłącznie na czynnikach finansowych ujmowanych w raportach przedsiębiorstw²⁵⁹. Tymczasem warto uwzględnić także czynniki jakościowe, wprowadzenie tych ostatnich wpływa bowiem z reguły na poprawę wskazań modelu. Trend w tym kierunku jest już obserwowany w innych krajach²⁶⁰.

Jak wynika z badań literaturowych M. Aziza²⁶¹, opartych na 89 modelach dyskryminacyjnych, około 60% z nich wykorzystywało wyłącznie wskaźniki finansowe (głównie z zakresu płynności, zadłużenia, rentowności, struktury aktywów, wielkości przedsiębiorstwa, wzrostu), 7% dane z rachunku przepływów pieniężnych, a reszta modeli sięgała także po inne zmienne, odnoszące się m.in. do

²⁵⁹ Pojawiają się już jednak próby włączenia zmiennych jakościowych do modeli dyskryminacyjnych. Wśród zestawu początkowych zmiennych analizowanych podczas konstrukcji modeli autorstwa T. Korola, uwzględniono np. czynnik jakościowy jakim było pochodzenie przedsiębiorstwa (jego lokalizacja). Por. Prusak B., op. cit., s. 170.

²⁶⁰ Por. badania T. Günter i M. Grünning oraz J. Grunert, L. Norden i M. Weber, w: Prusak B., op. cit., s. 22, 23. Uwzględnianie czynników jakościowych zaleca także Komitet Bazylejski.

²⁶¹ Por. Aziz M. Adnan, Dar Humayon A., Predicting Corporate Bankruptcy: Whither do We Stand?, Loughborough University, 2004, s. 31. Badania objęły lata 1968-2002 oraz ponad 40 autorów.

czynników makroekonomicznych²⁶², branżowych²⁶³, lokalizacji lub specyfiki analizowanych przedsiębiorstw.

Jeśli chodzi o najważniejsze przyczyny trudności finansowych, upadłości podmiotów, to badanie PricewaterhouseCoopers przeprowadzone w 1997 r. w Wielkiej Brytanii wskazuje wśród nich na²⁶⁴:

- utratę rynku (29% wskazań), m.in. słabość myślenia strategicznego, nieskuteczne operacje, słaby marketing, utratę przewag konkurencyjnych i powiązany z tym spadek zysków, wzrost kosztów,
- złe zarządzanie (24%), m.in. nadmierny optymizm, nieostrożna rachunkowość, brak rzetelnych informacji,
- finanse (18%),
- nieściągalne należności (10%),
- efekt rykoszetu, niepowodzeń innych podmiotów (6%),
- inne czynniki (13%).

Podobne badanie dla warunków polskich przeprowadzone zostało przez E. Mączyńską i M. Szczerbak²⁶⁵. Badanie to obejmowało branżę handlową i budowlaną oraz miało charakter ogólnopolski, bazowało przy tym na opiniach syndyków i nadzorców sądowych.

Punktem wyjścia tego badania była analiza wpływu wieku, formy prawnej, wielkości przedsiębiorstwa, lokalizacji oraz płci przedsiębiorcy na częstotliwość upadłości. Zdaniem respondentów, kluczowe znaczenie odgrywa wielkość przedsiębiorstwa (72% wskazań), która rzutuje na wysokość narastających zobowiązań wobec pracowników, ZUS-u i budżetu państwa oraz lokalizacja przedsiębiorstwa. Pozostałe czynniki charakteryzowały się wg ankietowanych niską istotnością.

²⁶² Niektórzy autorzy sugerują nawet, aby uwzględnić warunki makroekonomiczne panujące w gospodarce i ich wpływ na sytuację przedsiębiorstwa poprzez opracowanie oddzielnych modeli dyskryminacyjnych dla gospodarki w fazie wzrostu i w fazie recesji. Por. Prusak B., op. cit., s. 190.

²⁶³ Wagę charakterystyki branżowej podkreśla także badanie Havis Polska, które dowodzi, że oprócz uniwersalnych wskaźników pełniących rolę dobrych predyktorów zagrożenia finansowego, istnieją także inne, specyficzne czynniki dla sektora. Ponadto wartości krytyczne uniwersalnych wskaźników wykazują zróżnicowanie w zależności od sektora, w jakim działa przedsiębiorstwo. Prusak B., op. cit., s. 129.

²⁶⁴ Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 137-141.

²⁶⁵ Badanie prowadzone było w ramach projektu: Przesłanki i bariery rozwoju przedsiębiorstw w Polsce. Upadłość przedsiębiorstw w Polsce – skala, przyczyny, przeciwdziałanie, pod kierownictwem E. Mączyńskiej. Por. Szczerbak M., Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce, w: Prusak B. (red.), Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw, Difin, Warszawa 2007, s. 37-44.

Do głównych grup przyczyn upadłości zaliczone zostały²⁶⁶:

- czynniki wewnętrzne w sferze operacyjnej (22% wskazań),
- czynniki wewnętrzne w sferze finansowej (20%),
- czynniki wewnętrzne o charakterze organizacyjnym (13%),
- czynniki kapitałowe (12%),
- czynniki wynikające z polityki gospodarczej państwa (10%),
- czynniki rynkowe i społeczne (9%),
- niewłaściwie przeprowadzona prywatyzacja (9%),
- nieudane przejęcia i fuzje (5%).

Wśród czynników szczegółowych o największej istotności w kontekście upadłości przedsiębiorstw wskazywano na (wg największej wagi)²⁶⁷:

- słabość zarządzania,
- ujemny wynik finansowy,
- wysokie zadłużenie przedsiębiorstwa,
- zobowiązania przeterminowane,
- błędną strategię,
- brak dostatecznej kontroli finansowej,
- słabe zarządzanie należnościami, środkami pieniężnymi,
- wysoki wskaźnik dźwigni finansowej,
- zapotrzebowanie na kredyt i pożyczki,
- kreatywną rachunkowość²⁶⁸.

W oparciu o wyniki badania można zatem stwierdzić, że najczęstszą przyczyną upadłości są czynniki o charakterze wewnętrznym. Należy jednak podkreślić, że zarówno przyczyny, jak i ich waga mogą ulegać zmianie w czasie²⁶⁹.

²⁶⁶ Por. tamże, s. 39.

²⁶⁷ Por. tamże, s. 40.

²⁶⁸ Warto podkreślić, że wyszczególnione czynniki są w znacznym stopniu zgodne z wynikami uzyskanymi w badaniu prowadzonym przez M. Czeszejko-Sochackiego na próbie przedsiębiorstw upadłych w województwie warmińsko-mazurskim w latach 1999-2004. Por. Czeszejko-Sochacki M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw z rejonu województwa warmińsko-mazurskiego w latach 1999-2004*, w: Prusak B. (red.), wyd. cyt., s. 29-37.

²⁶⁹ Por. wyniki badania pod kierownictwem S. Sudoła obejmujące przyczyny upadłości przedsiębiorstw w latach 1990-2000 i prezentowane w niniejszej pracy wyniki badania M. Szczerbak. Por. Szczerbak M., op. cit., s. 43, 44.

Wśród innych, istotnych przyczyn upadłości, nie należących do grupy czynników predefiniowanych w ankiecie, wymieniano²⁷⁰:

- celowe działanie na szkodę spółki (63%),
- zbyt późne podjęcie działań naprawczych (18%),
- przeinwestowanie (9%),
- niekorzystną politykę kredytową banków (4%),
- uzależnienie od jednego kontrahenta (4%),
- pozostałe (2%) – problemy ze znalezieniem niszy, konkurencją ze strony szarej strefy, wysokie koszty pracy, brak planów zagospodarowania przestrzennego, nieuregulowane prawa własności, nieprzewidywalność polskich uwarunkowań polityczno-gospodarczych itp.

W trakcie analizy kwestii trudności finansowych nie należy zapominać o tym, że funkcjonowanie podmiotu w zmiennym i ryzykownym otoczeniu może stanowić dla niego także pewien walor. Należy bowiem zaznaczyć, że ryzyko to nie tylko zagrożenie²⁷¹, ale także szansa²⁷², a fakt, że spółka posiada możliwości aktywnej adaptacji do zmieniającego się otoczenia, reakcji na pojawiające się w nim szanse i zagrożenia ma swoją realną wartość. Wartość ta znajduje swoje odzwierciedlenie w stojących przed spółką wyborach, możliwościach oraz kompetencjach w zakresie ich efektywnego wykorzystania, tj. w wartości opcji rzeczywistych²⁷³.

Poszukując kluczowych czynników siły fundamentalnej w obszarze ochrony wartości, warto także przyjrzeć się bliżej czynnikom analizowanym przez banki przy podejmowaniu decyzji o przyznaniu przedsiębiorstwu kredytu, określaniu jego standingu finansowego. Banki dysponują znaczną wiedzą i doświadczeniem z zakresu analizy przedsiębiorstw, a przy udzielaniu kredytów poszukują

²⁷⁰ Por. tamże, s. 41 i 42.

²⁷¹ Ryzyko bywa często domyślnie definiowane jako możliwość zaistnienia zdarzeń niezależnych od działającego podmiotu, których nie może on dokładnie przewidzieć i którym nie może w pełni zapobiec, a które – przez zmniejszenie wyników użytecznych i/lub przez zwiększenie nakładów – odbierają działaniu zupełnie lub częściowo cechę skuteczności, korzystności lub ekonomiczności. Takie rozumienie ryzyka potwierdza np. badanie PWC, wskazujące, że około 80% menedżerów postrzega z reguły ryzyko jako możliwość negatywnych odchyłeń (por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 146).

²⁷² Można wyróżnić dwa podejścia do ryzyka: ryzyko jako możliwość poniesienia szkody lub straty (zagrożenie) oraz ryzyko jako możliwość wystąpienia efektu działania niezgodnego z oczekiwaniami, czyli możliwość uzyskania zarówno wyniku gorszego, jak i lepszego niż oczekiwany (zagrożenie, ale również i szansa).

²⁷³ Opcje rzeczywiste były przedmiotem szerszych rozważań w rozdziale I.1.2. Standardy wartości przedsiębiorstwa.

podmiotów, które dają należytą gwarancję spłaty zaciągniętych zobowiązań. Przedsiębiorstw, których wartość i kondycja nie ulegnie pogorszeniu w okresie spłaty kredytu.

Standing finansowy oprócz tego, że służy do oszacowania bezpieczeństwa inwestycji, może być także postrzegany jako swoiste aktywo niematerialne przedsiębiorstwa. Należy zwrócić uwagę, że wysoka ocena przedsiębiorstwa przez agencje ratingowe, banki czy innych interesariuszy może oznaczać niższy koszt kredytu, oprocentowania obligacji, zmniejszenie potrzebnych zabezpieczeń, lepsze warunki kredytu kupieckiego, ułatwienia w pozyskiwaniu kapitału w instytucjach czy uplasowaniu nowych emisji na rynku²⁷⁴, a także ułatwienia w kontaktach z inwestorami zagranicznymi i pozyskiwaniem inwestycji bezpośrednich.

Zapisy Nowej Umowy Kapitałowej dopuszczają przy ocenie ekspozycji kredytowych stosowanie dwóch metod analizy²⁷⁵:

- metodę standardową (która dzieli dłużników na klasy ryzyka w zależności od rodzaju podmiotu i ratingu, jaki został mu nadany przez niezależną agencję zewnętrzną),
- metodę ratingu wewnętrznego (*IRBA – Internal Ratings-Based Approach*), przeprowadzaną w oparciu o metodologię banku.

W przypadku ratingów zewnętrznych można wyróżnić trzy główne agencje o zasięgu międzynarodowym, tj. FitchRatings, Moody's Investors Service oraz Standard & Poor's. Zarówno w przypadku wyznaczania ratingów obligacji, jak i akcji ocena skoncentrowana jest na ryzyku niezrealizowania oczekiwanych dochodów z inwestycji w dany papier wartościowy²⁷⁶. W przypadku obligacji chodzi o określenie ryzyka niedotrzymania warunków przez dłużnika, które, jak stwierdza A. Damodaran, jest wypadkową dwóch czynników: zdolności przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (ich wielkości i zmienności) oraz wielkości jego zobowiązań finansowych²⁷⁷. Należy zaznaczyć, że nawet wtedy, gdy inwestor zainteresowany jest tylko i wyłącznie inwestycją w akcje, powinien także śledzić ratingi dla obligacji danego podmiotu. Są one bowiem

²⁷⁴ Por. np. Model Dynamiki Wartości, który ujmował zdolność do zaciągnięcia długu, pozyskania kapitału, jako składnik aktywów finansowych przedsiębiorstwa.

²⁷⁵ Por. tamże, s. 29-34.

²⁷⁶ Por. Ritchie J.C., op. cit., s. 21.

²⁷⁷ Por. Damodaran A., op. cit., s. 295.

źródłem cennych informacji, a ich zmienność w czasie sygnałem o pogarszającej lub poprawiającej się sytuacji podmiotu.

Jeśli chodzi o ocenę sfery finansowej przedsiębiorstwa przez agencje ratingowe, to dokonywana jest ona zarówno w oparciu o publicznie dostępne informacje (główne źródło), jak i te niepubliczne dostarczane agencji przez podmiot. Pomimo że poszczególne agencje ratingowe stosują odmienną metodologię²⁷⁸, ich końcowe oceny charakteryzują się jednak wysokim współczynnikiem zgodności²⁷⁹.

Przykładowe czynniki finansowe analizowane przez agencje Standard & Poor's i FitchRating przedstawione zostały w poniższej tabeli.

Tabela 3.10

Czynniki finansowe analizowane przez agencje ratingowe na przykładzie Standard & Poor's i FitchRatings

Standard & Poor's	FitchRatings
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zwrot z kapitału, rentowność sprzedaży ▪ Zdolność pokrycia odsetek (zarówno zyskiem operacyjnym, jak i EBITDA) ▪ Zdolność pokrycia zobowiązań (zarówno zyskiem, jak i wolnymi przepływami pieniężnymi) ▪ Struktura kapitałowa podmiotu 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Przepływy pieniężne ▪ Wynik finansowy, EBITDA, EBITDAR, rentowność (przychodów, kapitału własnego) ▪ Struktura kapitału, poziom dźwigni finansowej, stopień dywersyfikacji źródeł finansowania ▪ Relacja zadłużenia do zysków przedsiębiorstwa, jego kapitalizacji, zdolność zysku operacyjnego (skorygowanego o amortyzację) do obsługi kapitału obcego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, Helion, Gliwice 2007, s. 297 oraz Dziawgo D., *Credit-rating a wycena*, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006, s. 472, 473.

Ocena nadawana obligacjom uzależniona jest w głównej mierze od zdolności przedsiębiorstwa do spłaty długu, generowania stabilnych i przewidywalnych przepływów pieniężnych. Do najczęściej analizowanych czynników finansowych w powyższych agencjach należą: zdolność pokrycia zobowiązań (zarówno zyskiem, jak i wolnymi przepływami pieniężnymi), rentowność kapitału i przychodów oraz struktura kapitałowa podmiotu.

²⁷⁸ Niestety procedury wyznaczania ocen ratingowych, a także oceny ryzyka kredytowego w bankach komercyjnych oraz metodologia i charakterystyka wykorzystywanych w ich trakcie wskaźników finansowych i jakościowych stanowią na ogół tajemnicę firmy. Stąd też, zarówno w odniesieniu do agencji ratingowych, jak i banków, informacje dostępne w tym zakresie są mocno ograniczone.

²⁷⁹ Por. Dziawgo D., *Credit-rating a wycena*, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), op. cit., s. 472.

Agencje ratingowe uwzględniają także w swoich ocenach dane jakościowe. Analizowane są m.in. takie czynniki, jak²⁸⁰:

- ocena państwa, w którym funkcjonuje podmiot,
- stabilność rynku i poziom jego dywersyfikacji, konkurencja i pozycja przedsiębiorstwa na rynku,
- jakość kadry zarządzającej,
- regulacje prawne dotyczące działalności,
- prawdopodobieństwo potencjalnej pomocy rządu w razie trudności.

Największy wpływ na ostateczną ocenę ratingową obligacji wywiera jednak sfera finansowa podmiotu.

Jeśli chodzi natomiast o drugą metodę analizy standingu finansowego, jaką są ratingi wewnętrzne, to metodologia ich sporządzania zależy od banku, przy czym Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego zaleca, aby przy ocenie ryzyka dłużnika, brać pod uwagę przynajmniej poniższe czynniki²⁸¹:

- historyczną i prognozowaną zdolność do generowania gotówki w celu spłaty zobowiązań i wspierania innych wymogów pieniężnych, takich jak wydatki kapitałowe niezbędne do utrzymania przez dłużnika ciągłości prowadzonej działalności i utrzymania przepływów pieniężnych,
- strukturę kapitałową i prawdopodobieństwo, że nieprzewidziane okoliczności mogą wyczerpać jego bufor kapitałowy i spowodować utratę płynności,
- jakość dochodów, tzn. stopień, w jakim dochody i przepływy pochodzą z podstawowej działalności gospodarczej w przeciwieństwie do źródeł nadzwyczajnych i niepowtarzalnych,
- jakość i aktualność informacji o dłużniku, w tym dostępność sprawozdań finansowych zbadanych przez biegłych, stosowane zasady rachunkowości i zgodność z tymi standardami,
- stopień dźwigni operacyjnej i wynikający z niej wpływ, jaki zmiany popytu mogą wywrzeć na rentowności dłużnika i jego przepływy pieniężne,
- elastyczność finansową wynikającą z możliwości pozyskania przez dłużnika dodatkowych kapitałów obcych i własnych,

²⁸⁰ Por. tamże, s. 472.

²⁸¹ Por. Basel Committee on Banking Supervision, The New Basel Capital Accord, 2001, s. 50, 51.

- wnikliwość i umiejętność zarządu do efektywnego reagowania na zmieniające się warunki i wykorzystywania zasobów, stopień agresywności, konserwatyzmu,
- pozycję dłużnika na tle branży i jego potencjał rozwojowy,
- charakterystykę ryzyka kraju, w którym działa dłużnik i jego wpływ na zdolność dłużnika do regulowania swoich zobowiązań.

Z kolei, zgodnie z polskim ustawodawstwem, dokonywana przez kredytodawcę ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika powinna w szczególności uwzględniać²⁸²:

- mierniki ilościowe, a zwłaszcza: wskaźniki efektywności działania (np. rentowność, zyskowność kapitału), wskaźniki płynności, wskaźniki rotacji majątku obrotowego i zobowiązań bieżących, wskaźniki struktury bilansu (np. wskaźniki zadłużenia i możliwości obsługi długu), współczynniki wypłacalności (w przypadku banków) i stopień pokrycia środkami własnymi marginesu wypłacalności oraz pokrycia kapitału gwarancyjnego (w przypadku zakładów ubezpieczeń),
- mierniki jakościowe, zwłaszcza: jakość zarządzania (ocena kadry kierowniczej), stopień zależności od rynku, stopień zależności od dotacji rządowych, zamówień rządowych, kilku dużych dostawców lub odbiorców, stopień zależności od innych podmiotów grupy,
- dostępne oceny uznanych agencji ratingowych odnoszących się zarówno do dłużnika, jak i państwa jego pochodzenia.

Sytuacja ekonomiczno-finansowa podmiotu, w przypadku normalnych ekspozycji kredytowych, powinna podlegać weryfikacji przynajmniej raz na rok.

Przed przystąpieniem do oceny scoringowej lub ratingowej w zakresie charakterystyki ilościowej oraz jakościowej podmiotu, banki przeprowadzają zazwyczaj wstępne badanie sprawozdań finansowych. Ma ono charakter typowej analizy bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych, w której oceniana jest zarówno wielkość, dynamika, jak i struktura najważniejszych pozycji²⁸³.

²⁸² Por. zasady klasyfikacji ekspozycji kredytowych, załącznik nr 1 rozporządzenia MF z dnia 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, Dz.U. nr 235 poz. 1589 z późn. zm.

²⁸³ W przypadku banku PKO BP wstępna ocena bilansu obejmuje analizę: dynamiki sumy bilansowej oraz wybranych pozycji bilansowych (aktywów trwałych i obrotowych, kapitału własnego i obcego itp.), wielkości oraz struktury aktywów i pasywów w badanych okresach (np. aktywa trwałe w relacji do aktywów całkowitych, aktywa obrotowe w relacji do aktywów całkowitych, kapitał własny i obcy w relacji do pasywów całkowitych), jakości najważniejszych grup aktywów (rzeczonego majątku trwałego, należności, zapasów), kształtowania się kapitału obrotowego netto w porównaniu z dynamiką sprzedaży,

Po przeprowadzeniu wstępnej analizy wykorzystywane są często metody scoringowe, w których poziomy poszczególnych wskaźników przekładane są na wartości punktowe. Istnieje też w nich możliwość skorygowania uzyskanych wartości ze względu na specyficzne uwarunkowania podmiotu.

Poniżej zaprezentowano wskaźniki wykorzystywane przez banki komercyjne w latach 2001-2003 w ocenie ilościowej zdolności kredytowej podmiotu²⁸⁴.

Tabela 3.11

Wskaźniki wykorzystywane w bankach komercyjnych do oceny ilościowej w latach 2001-2002

Lp.	Bank	Liczba wykorzyst. wskaźników	Liczba wskaźników badająca obszar (waga obszaru)			
			rentowności	płynności	sprawności działania	zadłużenia i obsługi długu
1.	A	11	3 (27%)	2 (18%)	3 (27%)	3 (27%)
2.	B	11	3 (27%)	3 (27%)	3 (27%)	2 (18%)
3.	C	10	3 (30%)	2 (20%)	3 (30%)	2 (20%)
4.	D	7	2 (29%)	2 (29%)	1 (14%)	2 (29%)
5.	E	12	3 (25%)	2 (13%)	3 (25%)	4 (37%)
6.	F	9	3 (33%)	2 (22%)	2 (22%)	2 (22%)
7.	G	11	3 (27%)	2 (18%)	3 (27%)	3 (27%)
8.	H	12	4 (33%)	2 (17%)	3 (25%)	3 (25%)
9.	I	10	4 (40%)	2 (20%)	3 (30%)	1 (10%)
ŚREDNIA		10	3 (30%)	2 (20%)	3 (25%)	2 (25%)

Źródło: Urbańczyk E., Klemke-Pitek M., Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie zdolności kredytowej w praktyce banków komercyjnych, w: Urbańczyk E. (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka, Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406, Szczecin 2005, s. 788.

prawidłowości finansowania aktywów trwałych i obrotowych (złota zasada finansowa oraz bilansowa), zapotrzebowania na finansowanie kredytem bieżącej działalności (nie dotyczy kredytów inwestycyjnych) oraz wysokości pobrań właścicielskich (jeżeli występują) w relacji do nadwyżki z działalności operacyjnej i inwestycyjnej z okresu, w którym nastąpiła wypłata oraz wielkości kapitałów własnych.

W ramach oceny rachunku zysków i strat PKO BP analizuje: poziom i strukturę przychodów ze sprzedaży (rynek krajowy, eksport, dywersyfikacja działalności itp.), poziom i strukturę kosztów działalności operacyjnej, podstawowe elementy kształtujące wynik finansowy przedsiębiorcy, dynamikę wybranych pozycji (przychodów, kosztów, zysku) oraz obszary generowania zysków i kosztów.

W ramach wstępnej oceny rachunku przepływów pieniężnych badaniu podlega natomiast: poziom i tendencje zmian generowanej nadwyżki albo niedoboru w analizowanych okresach w odniesieniu do całokształtu działalności oraz jej poszczególnych poziomów, udział poszczególnych rodzajów działalności w tworzeniu nadwyżki albo niedoboru środków pieniężnych, struktura wpływów i wydatków w typowym okresie (miesiącu, kwartale), harmonogram i źródła spłaty lub obsługi transakcji kredytowej, ich wpływ na generowaną nadwyżkę albo niedobór środków pieniężnych oraz weryfikacja zapotrzebowania na kredyt.

Por. Kołodziej A., Ocena zdolności kredytowej podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, prezentacja na konferencji Kredyt bez tajemnic, 6 grudnia 2006, www.rig.katowice.pl, s. 16-19

²⁸⁴ Niestety dostępność tego rodzaju danych jest bardzo ograniczona. Banki niechętnie bowiem dzielą się swoim warszatem.

Tabela 3.12

Wskaźniki wykorzystywane w bankach komercyjnych do oceny ilościowej w 2003 roku

Lp.	Bank	Liczba wykorzyst. wskaźników	Liczba wskaźników badająca obszar (waga obszaru)			
			rentowności	płynności	sprawności działania	zadłużenia i obsługi długu
1.	A	11	3 (27%)	2 (18%)	3 (27%)	3 (27%)
2.	B	11	3 (27%)	3 (27%)	3 (27%)	2 (18%)
		6 (model ratingowy)	2	1	1	2
3.	C	6 (model ratingowy)	2 (35%)	1 (5%)	0 (0%)	3 (60%)
4.	D	10	3 (30%)	3 (30%)	1 (10%)	3 (30%)
5.	E	12	3 (20%)	3 (30%)	3 (20%)	3 (30%)
6.	F	9	3 (33%)	2 (22%)	2 (22%)	2 (22%)
7.	G	6 (model ratingowy)	2 (30%)	1 (10%)	0 (0%)	3 (60%)
8.	H	12	4 (33%)	2 (17%)	3 (25%)	3 (25%)
9.	I	10	4 (40%)	2 (20%)	3 (30%)	1 (10%)
ŚREDNIA		10	3 (31%)	2 (20%)	2 (18%)	3 (31%)

Źródło: Urbańczyk E., Klemke-Pitek M., Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie zdolności kredytowej w praktyce banków komercyjnych, w: Urbańczyk E. (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka, Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406, Szczecin 2005, s. 789.

Jak wynika z zaprezentowanych danych, w 9 analizowanych bankach komercyjnych w latach 2001-2003 do najważniejszych sfer w ocenie kondycji przedsiębiorstwa zaliczano sferę rentowności (średnia waga około 30-31%) oraz sferę zadłużenia i obsługi długu (waga około 25-31%, przy czym znaczenie tej sfery wzrosło w analizowanym okresie). Jeśli chodzi o analizę rentowności, to najczęściej oceniano trzy czynniki, tj. wszystkie banki poddawały ocenie rentowność aktywów oraz rentowność sprzedaży, natomiast jako trzeci, najczęściej wybierany był zwrot z kapitału własnego²⁸⁵. Ten ostatni nie był jednak brany pod uwagę w modelach ratingowych banków. W przypadku oceny zadłużenia i zdolności do obsługi długu²⁸⁶ najwięcej uwagi poświęcano strukturze kapitałów/zadłużenia, która była przedmiotem analizy we wszystkich bankach. Dalsze analizy obejmowały m.in. stopień pokrycia odsetek zyskiem czy też stopień pokrycia kapitałem stałym aktywów trwałych.

²⁸⁵ Por. Urbańczyk E., Klemke-Pitek M., Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie zdolności kredytowej w praktyce banków komercyjnych, w: Urbańczyk E. (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka, Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406, Szczecin 2005, s. 790, 791.

²⁸⁶ Por. tamże, s. 792.

Do sfer o mniejszej istotności zaliczyć można natomiast sferę płynności (średnia waga 20%) i sprawności działania. Szczególnie ta ostatnia sfera straciła na znaczeniu w badanym okresie, średnia waga jej przypisywana spadła z 25% do 18%, co było wynikiem wprowadzenia w 2003 r. w bankach C i G modeli ratingowych (w miejsce oceny punktowej). Modele te doprowadziły do wyeliminowania sfery sprawności działania z procesu analitycznego tych banków (waga 0%), zmarginalizowały wskazania w zakresie płynności (waga od 5-10%), a skoncentrowały ocenę na sferze zadłużenia i obsługi długu (waga 60%). Wagi w zakresie sfery rentowności w modelach ratingowych oscylowały natomiast w okolicach 30-35%. Jeśli chodzi o analizę płynności²⁸⁷, to wszystkie banki oceniały ją przez pryzmat szybkiego wskaźnika płynności, a w zdecydowanej większości uzupełniany był on także wskaźnikiem płynności bieżącej. W przypadku analizy sprawności działania²⁸⁸ ograniczano się zazwyczaj do analizy takich czynników, jak szybkość rotacji zapasów, należności i zobowiązań²⁸⁹.

Przechodząc do analizy kluczowych czynników niefinansowych analizowanych w bankach komercyjnych w trakcie wyznaczania standingu finansowego podmiotu, warto przyrzeć się czynnikom analizowanym w banku PKO BP. Bank ten w ocenie jakościowej koncentruje się na²⁹⁰:

- zewnętrznych warunkach funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku:
 - możliwościach zbytu,
 - jakości produktu, usługi,
 - konkurencji,
 - powiązaniach handlowych, kapitałowych, finansowych,
 - nowoczesności technologii i wyposażenia technicznego,
 - charakterze branży,
- jakości zarządzania działalnością przedsiębiorstwa:
 - kwalifikacjach kadry zarządzającej,
 - historii funkcjonowania przedsiębiorcy,
 - zakresie i jakości współpracy z bankiem.

²⁸⁷ Por. tamże, s. 791.

²⁸⁸ Por. tamże, s. 791.

²⁸⁹ Jeśli chodzi o bazę porównań, to w większości przypadków banki używały w tym celu wartości branżowe, ewentualnie skorygowane wartości branżowe lub wartości eksperckie. Por. tamże, s. 792, 793.

²⁹⁰ Por. Kołodziej A., op. cit., s. 8.

Inne banki ujmują następujące czynniki jakościowe²⁹¹:

- biznes plan,
- umiejętności zarządu, właściciela przedsiębiorstwa,
- stabilność zarządu,
- popyt na produkty, usługi przedsiębiorstwa,
- produkt, markę na docelowym rynku działania,
- konkurencję na rynku,
- tendencje rozwoju przedsiębiorstwa,
- długość okresu funkcjonowania,
- stopień uzależnienia od odbiorców i dostawców,
- ryzyko ekologiczne.

Jak pokazuje praktyka²⁹², przedsiębiorstwa otrzymują zazwyczaj lepsze noty w ocenie jakościowej niż w przypadku oceny finansowej. Jednakże należy zaznaczyć, że czynniki jakościowe stanowią często zaledwie 20-30%²⁹³ całkowitej możliwej do uzyskania liczby punktów, a więc ich znaczenie w ogólnym rozrachunku jest zredukowane.

3.3. Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa – synteza

We wcześniejszych podrozdziałach przedstawiono najważniejsze czynniki finansowe i niefinansowe z zakresu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, wykorzystując do tego celu wyniki badań innych autorów, istniejące modele, procedury oraz regulacje. Czynniki te dają, w zamyśle autora rozprawy, możliwie szerokie spojrzenie na kwestię tworzenia i ochrony wartości w przedsiębiorstwie.

W niniejszym podrozdziale dokonano syntezy wcześniejszych rozważań wyodrębniając możliwie szeroki zestaw kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, mając na uwadze ewentualne ograniczenia takiego podejścia. Czynniki te zostały także pogrupowane i usystematyzowane.

²⁹¹ Por. Urbańczyk E., Klemke-Pitek M., Ocena kryteriów jakościowych w analizie zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych w wybranym banku komercyjnym, w: Urbańczyk E. (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka gospodarcza, Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Szczecin 2004, s. 877.

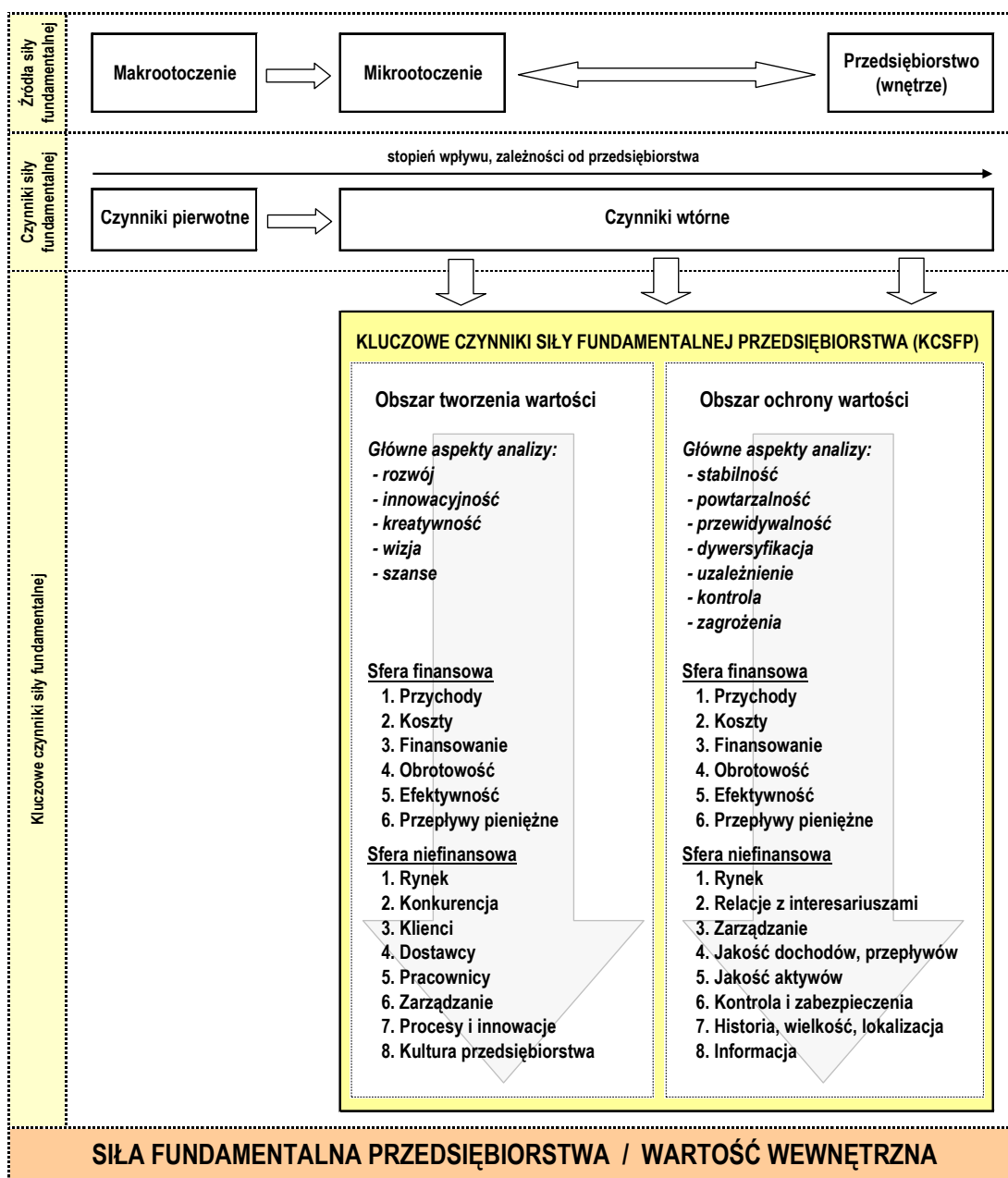
²⁹² Por. tamże, s. 880.

²⁹³ Por. tamże, s. 880 oraz Rogowski W., Analiza sprawozdawczości finansowej w bankowej analizie ryzyka kredytowego, w: Skoczylas W. (red.), Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009, s. 401.

Zbiorcze zestawienie zidentyfikowanych grup czynników siły fundamentalnej przedstawiono na rysunku 3.1, a ich szczegółowe rozbitcie w tabeli 3.13.

Rysunek 3.1

Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa – schemat ogólny



Źródło: opracowanie własne.

Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) – ujęcie szczegółowe

I. OBSZAR TWORZENIA WARTOŚCI
<p>SFERA FINANSOWA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Przychody 2. Koszty operacyjne (koszty stałe, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu) 3. Struktura kapitału (zadłużenie), koszt kapitału, poziom dźwigni finansowej, kapitał obrotowy 4. Produktywność aktywów / kapitałów całkowitych, rotacja zapasów, należności, zobowiązań 5. Zyski, marża, rentowność aktywów / kapitałów ogółem, kapitałów własnych, sprzedaży 6. Wolne przepływy pieniężne, wydatki inwestycyjne
<p>SFERA NIEFINANSOWA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Wzrost i rozmiar rynku, penetracja i udział w rynku, reakcja na potrzeby rynku, wizerunek, znajomość, wartość marki przedsiębiorstwa i produktu, jakość 2. Znajomość rynku i konkurentów, otoczenie konkurencyjne, powiązania kooperacyjne 3. Struktura klientów, obecni i nowi klienci, utrzymanie, lojalność klientów, satysfakcja klientów, uzależnienie od poszczególnych klientów, relacje z klientami, kanały dystrybucji, jakość serwisu, podpisane kontrakty, marketing, czas realizacji zlecenia 4. Zmiany cen na rynku zaopatrzenia, oszczędności w sferze zaopatrzenia, uzależnienie od dostawców, zarządzanie zapasami 5. Wydajność, kwalifikacje i doświadczenie pracowników, zarządu, wiarygodność kierownictwa, inwestycje w kwalifikacje, jakość wynagrodzenia, stabilność i zadowolenie personelu, zaangażowanie pracowników, zdolność przyciągania utalentowanych pracowników, relacje z pracownikami 6. Jakość i realizacja strategii, kierunek i cele strategiczne, koncentracja na kluczowej działalności, jakość zarządzania, struktura organizacyjna 7. Jakość procesów, moce produkcyjne i ich wykorzystanie, czas realizacji zlecenia, badania i rozwój, innowacje, rozwój nowych produktów, technologia, know-how, możliwości adaptacji nowych sposobów produkcji, przystosowania się do zmiennych warunków w otoczeniu, patenty etc. 8. Autonomia, nastawienie na działanie, przedsiębiorczość, determinacja, przywództwo, wyznawane wartości, tradycja, komunikacja, relacje, wspólna świadomość, wizja
II. OBSZAR OCHRONY WARTOŚCI
<p>SFERA FINANSOWA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Przychody 2. Koszty operacyjne, poziom dźwigni operacyjnej 3. Struktura aktywów, struktura kapitału (udział kapitałów własnych w finansowaniu, zadłużenie), poziom dźwigni finansowej i stopień dywersyfikacji źródeł finansowania, powiązania między aktywami i pasywami (kapitał obrotowy), płynność, zobowiązania przeterminowane, wysokość pobrań właścicielskich 4. Produktywność aktywów / kapitałów całkowitych, rotacja zapasów, należności, zobowiązań 5. Zyski, marża, rentowność aktywów / kapitałów ogółem, kapitałów własnych, sprzedaży 6. Generowanie stabilnych i przewidywalnych przepływów pieniężnych, elastyczność finansowa
<p>SFERA NIEFINANSOWA</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Stabilność rynku i poziom jego dywersyfikacji, charakter branży, produkt i marka, reputacja, jakość, konkurencja i pozycja przedsiębiorstwa na rynku, możliwość utraty rynku i przewag konkurencyjnych 2. Stopień zależności od danego rynku, dotacji, zamówień rządowych, dostawców, odbiorców, podmiotów grupy kapitałowej, powiązania handlowe, kapitałowe, finansowe, zakres i jakość współpracy z interesariuszami, model biznesowy

Tabela 3.13 cd.

3.	Jakość zarządzania, kwalifikacje i stabilność kadry zarządzającej, stopień agresywności, konserwatywność zarządu, jego umiejętności do efektywnego wykorzystania zasobów i dostosowywania się do zmian w otoczeniu
4.	Jakość dochodów, przepływów (ich powtarzalność, zmienność, powiązanie z podstawową działalnością)
5.	Jakość najważniejszych grup aktywów (rzeczonego majątku trwałego, należności, zapasów), nowoczesność technologii i wyposażenia
6.	Efektywna kontrola, zapobieganie, korygowanie, zabezpieczenia, gotowość do wywiązywania się ze zobowiązań, zarządzanie należnościami i środkami pieniężnymi, możliwości pozyskania nowych kapitałów, ryzyko ekologiczne
7.	Historia, długość okresu funkcjonowania przedsiębiorstwa, wielkość przedsiębiorstwa, lokalizacja
8.	Jakość, wiarygodność i aktualność informacji o przedsiębiorstwie, stosowane zasady rachunkowości, zgodność ze standardami

Źródło: opracowanie własne.

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa znajduje swoje źródła w makrootoczeniu i wpływających z niego czynnikach pierwotnych oraz w mikrootoczeniu, wewnątrz przedsiębiorstwa i wynikających z nich czynnikach wtórnych.

Przyjmując założenie, że wartości, siła i kierunek oddziaływania czynników wtórnych odzwierciedlają uwarunkowania w zakresie czynników pierwotnych (są przez nie determinowane), kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) zostały zdefiniowane jako najbardziej istotne, podstawowe, główne czynniki siły fundamentalnej wpływające z mikrootoczenia i wewnątrz przedsiębiorstwa.

Wśród KCSFP wyodrębniono dwa obszary, a mianowicie:

- obszar tworzenia wartości,
- obszar ochrony wartości.

Należy zaznaczyć, że podział ten nie jest rozłączny, tzn. że istnieją czynniki wspólne dla tych grup. Część czynników tworzących wartość będzie bowiem sprzyjała także jej ochronie, utrzymaniu bezpieczeństwa podmiotu i odwrotnie. Powyższe obszary różnią się natomiast aspektem analizy wyszczególnionych czynników.

W obszarze tworzenia wartości główny nacisk kładziony jest bowiem na:

- rozwój,
- innowacyjność,
- kreatywność,
- wizję,
- wykorzystywanie szans płynących z otoczenia.

Z kolei analiza w obszarze ochrony wartości koncentruje się na:

- stabilności,
- powtarzalności,
- przewidywalności,
- dywersyfikacji,
- stopniu uzależnienia podmiotu,
- kontroli,
- źródłach zagrożenia.

Każdy z powyższych obszarów podzielono dodatkowo na dwie sfery, w których realizują się kluczowe czynniki fundamentalne:

- sferę finansową,
- sferę niefinansową.

W sferze finansowej, zarówno w obszarze tworzenia, jak i ochrony wartości wyróżniono sześć głównych grup kluczowych czynników fundamentalnych przedsiębiorstwa, tj. czynniki z zakresu:

- przychodów,
- kosztów,
- finansowania,
- obrotowości,
- efektywności,
- przepływów pieniężnych.

W sferze niefinansowej podział czynników w obrębie obszaru tworzenia oraz ochrony wartości jest bardziej zróżnicowany.

Wśród wspólnych grup dla obu tych obszarów wymienić można:

- rynek,
- relacje z interesariuszami (choć te są dużo bardziej uszczegółowione w przypadku obszaru tworzenia wartości – w obszarze ochrony wartości nastawione są głównie na analizę stopnia uzależnienia),
- zarządzanie,
- jakość aktywów (grupa ta w przypadku obszaru tworzenia wartości zawarta jest w znacznie szerszej zakresowo grupie procesów i innowacji).

Sfera niefinansowa w obszarze tworzenia wartości zawiera ponadto grupę czynników z zakresu kultury przedsiębiorstwa.

Z kolei w sferze niefinansowej w obszarze ochrony wartości wyróżnić można cztery dodatkowe grupy czynników jakimi są:

- jakość dochodów, przepływów,
- kontrola i zabezpieczenia,
- historia, wielkość i lokalizacja przedsiębiorstwa,
- informacja.

Dane zawarte w tabeli 3.13 potwierdzają wagę czynników wtórnych, które zostały wyłonione w rozdziale drugim rozprawy, stanowiąc na ogół ich uszczegółowienie. Co więcej, zgodnie z tym co zakładano, kluczowe czynniki siły fundamentalnej z obszarów tworzenia wartości oraz jej ochrony wykazują daleko idącą zbieżność. Jak już zaznaczano, fakt ten nie powinien dziwić, ze względu na to, iż kluczowe czynniki tworzące wartość są zarazem dobrym gwarantem bezpieczeństwa podmiotu i ochrony jego wartości (swoista obrona przed atak). Sfera ochrony wartości stanowi jednak niezbędne uzupełnienie czynników tworzących wartość o spojrzenie na przedsiębiorstwo z perspektywy stabilności, przewidywalności jego charakterystyk oraz oceny i antycypowania ewentualnych elementów ryzyka, problemów, zagrożeń.

Istnieją jednak również kluczowe czynniki siły fundamentalnej specyficzne dla obu grup. Warto przyjrzeć się zatem podobieństwom i różnicom między szczegółowymi czynnikami z obszarów tworzenia oraz ochrony wartości (bezpieczeństwa) w ramach sfer finansowej i niefinansowej²⁹⁴.

W przypadku podobieństw, obydwa obszary podkreślają w sferze finansowej wagę takich czynników, jak:

- przychody,
- koszty operacyjne, w tym koszty stałe,
- struktura kapitału, zadłużenie, kapitał obrotowy, poziom dźwigni finansowej,
- produktywność aktywów / kapitałów całkowitych, rotacja zapasów, należności, zobowiązań,

²⁹⁴ Jednoznaczne przypisanie czynnika do sfery finansowej lub niefinansowej może czasami sprawiać problemy, co daje się zauważyć przy analizie poszczególnych badań m.in. w zakresie takich czynników, jak ceny i ich zmienność, wynagrodzenia, rentowność na klientach itp.

- zyski, marża, rentowność aktywów / kapitałów ogółem, kapitałów własnych, sprzedaży,
- przepływy pieniężne.

Analiza powyższych czynników powinna uwzględniać poziom, dynamikę i strukturę zjawiska oraz ujęcia przekrojowe wg obecnych i nowych rynków (krajowych i zagranicznych), jednostek biznesowych, produktów, klientów etc.

Jeśli chodzi o różnice, to w obszarze ochrony wartości, w porównaniu do obszaru jej tworzenia, nie znalazły się takie czynniki, jak:

- koszt kapitału,
- wydatki inwestycyjne.

Pojawiły się natomiast nowe czynniki dotyczące:

- dywersyfikacji źródeł finansowania, w tym istotnej roli kapitałów własnych w finansowaniu podmiotu,
- poziomu zobowiązań przeterminowanych czy też pobrań właścicielskich,
- płynności i elastyczności finansowej.

W przypadku sfery niefinansowej i podobieństw między obszarem tworzenia oraz ochrony wartości, wyróżnić można następujące czynniki:

- rynek i pozycja przedsiębiorstwa na nim, wizerunek, znajomość, wartość marki przedsiębiorstwa i produktu,
- jakość,
- znajomość rynku i konkurentów, otoczenie konkurencyjne, powiązania kooperacyjne, uzależnienie od dostawców, odbiorców,
- jakość zarządzania, kwalifikacje i stabilność kadry zarządzającej,
- umiejętność adaptacji do zmiennych warunków w otoczeniu,
- nowoczesność technologii i wyposażenia.

Jeśli chodzi o różnice pomiędzy obszarami tworzenia i ochrony wartości, to w przypadku sfery niefinansowej występuje ich znacznie więcej niż w zakresie sfery finansowej. Czynniki ze sfery niefinansowej są też bardziej rozbudowane i zróżnicowane w porównaniu do czynników ze sfery finansowej, co potwierdza znaczenie aktywów niematerialnych w obszarze tworzenia i ochrony wartości.

Wspomniane różnice nie powinny jednak dziwić, o ile bowiem w zakresie sfery finansowej istnieje względny konsensus co do sposobów jej analizy i

wykorzystywanych narzędzi, o tyle problem ten w sferze niefinansowej pozostaje ciągle otwarty.

W przypadku sfery niefinansowej w obszarze ochrony wartości zdecydowanie mniejszy nacisk (w stosunku do obszaru tworzenia wartości) kładziony jest na:

- klientów,
- dostawców,
- pracowników (z wyjątkiem zarządu),
- innowacje oraz badania i rozwój.

W przypadku trzech pierwszych czynników analiza koncentruje się głównie na stabilności rynku zbytu i jego dywersyfikacji oraz stopnia uzależnienia przedsiębiorstwa od rynku, dotacji, zamówień rządowych, dostawców, odbiorców, podmiotów grupy kapitałowej itp. Jeśli chodzi o innowacje i B+R, to oceniana jest głównie jakość najważniejszych grup aktywów (rzeczowego majątku trwałego, należności, zapasów), nowoczesność technologii i wyposażenia.

Sfera niefinansowa w obszarze ochrony wartości nie zawiera także czynników z zakresu kultury przedsiębiorstwa, a więc czynników podkreślających znaczenie takich elementów, jak autonomia, nastawienie na działanie, przedsiębiorczość, przywództwo, determinacja, wyznawane wartości, tradycja, komunikacja, relacje, wspólna świadomość czy wizja.

W sferze niefinansowej w obszarze ochrony wartości zainteresowanie zwrócone jest jednak na dodatkowe zagadnienia, takie jak:

- możliwość utraty rynku i przewag konkurencyjnych,
- agresywność działań zarządu,
- jakość dochodów i przepływów,
- efektywna kontrola, zapobieganie, korygowanie, zabezpieczenia, gotowość do wywiązywania się ze zobowiązań, zarządzanie należnościami i środkami pieniężnymi, możliwości pozyskania nowych kapitałów, ryzyko ekologiczne,
- historia, długość okresu funkcjonowania przedsiębiorstwa, jego wielkość i lokalizacja,
- dostępność wiarygodnych i aktualnych informacji o przedsiębiorstwie, dostępność sprawozdań finansowych zbadanych przez biegłych, stosowane zasady rachunkowości i zgodność ze standardami.

W obszarze ochrony wartości w sferze niefinansowej podkreślana jest także niekiedy konieczność oceny przedsiębiorstwa przez pryzmat charakterystyki kraju w jakim działa, fazy cyklu koniunkturalnego, regulacji oraz ewentualnej pomocy państwa. Czynniki te, wg przedstawionego w niniejszej rozprawie ujęcia, zaliczane są do czynników pierwotnych siły fundamentalnej i powinny znaleźć swoje odzwierciedlenie w czynnikach wtórnych. Chodzi tu zatem o zaznaczenie istotności wpływu czynników pierwotnych na wtórne (przypomnienie, że obydwie te grupy są ze sobą nierozzerwalnie związane) niż o konieczność ujmowania tych czynników w zbiorze kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP).

Pomimo istniejących podobieństw pomiędzy grupami kluczowych czynników z poszczególnych sfer (finansowej lub niefinansowej) w obszarze tworzenia oraz ochrony wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, występują między nimi także istotne różnice. Dotyczą one zarówno uszczegółowienia czynników, jak i perspektywy ich analizy. Wszystkie powyższe ujęcia są istotne dla inwestora. Ich uwzględnienie i wzajemna integracja w procesie analitycznym powinny zapewnić inwestorowi satysfakcjonujący zwrot przy odpowiednim poziomie bezpieczeństwa inwestycji.

Nie ulega też wątpliwości, że tworzenie i ochrona wartości przedsiębiorstwa wymaga odpowiedniej kombinacji i interakcji wyżej wymienionych kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Należy więc zadbać o to, aby taki zbilansowany obraz uzyskać również przy wyłanianiu KCSFP dla konkretnego przedsiębiorstwa i uwzględnianiu specyfiki podmiotu oraz branży, w której działa. Trzeba rozpatrywać, w miarę możliwości, wszystkie czynniki łącznie, uwzględniając ich kierunek, siłę oddziaływania i wzajemne relacje. Zidentyfikowane kluczowe czynniki siły fundamentalnej dla konkretnego przedsiębiorstwa mogą ulegać zmianie w czasie, należy więc pamiętać o ich okresowej weryfikacji.

Rozdział IV

Komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem

Informacja stała się w dzisiejszych czasach dobrem szczególnym. Istnieje na nią ciągły, niezaspokojony popyt, a liczba inwestorów gotowych płacić za nią, często niemałe pieniądze, rośnie. Odgrywa ona istotną rolę w procesie tworzenia, mierzenia i zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Istotne jest więc zapewnienie właściwego przepływu informacji zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i w relacjach przedsiębiorstwo – otoczenie. Ponieważ wartość tworzona jest w łańcuchu powiązań i relacji, zatem także proces komunikacji przedsiębiorstwa z otoczeniem (ujawnianie i pozyskiwanie informacji) powinien obejmować możliwie szeroką grupę podmiotów, tj. pracowników, klientów, dostawców, partnerów biznesowych, inwestorów itp. Spółka, która chce odnosić sukcesy, nie może zamykać się na otoczenie.

Informacja (łac. *informatio* – wyobrażenie, wizerunek, pomysł) to potocznie konstatacja stanu rzeczy, wiadomość. Jest to pojęcie trudno definiowalne ze względu na jego pierwotny, elementarny charakter.

Informacja rozpatrywana jest na ogół w trzech aspektach²⁹⁵:

- składniowym (dotyczy ilości informacji, jaka może być potencjalnie zawarta w danej wiadomości),
- semantycznym (znaczenia i zawartości treściowej wiadomości),
- pragmatycznym (przydatności informacji, tj. wartości informacji zawartej w wiadomości ze względu na realizowany przez odbiorcę cel).

Informacja ma umożliwić jej rzeczywistym lub potencjalnym użytkownikom zaspokajanie potrzeb, poprzez zmniejszenie stopnia niewiedzy o badanym zjawisku, pozwalając tym samym na polepszenie znajomości otoczenia i sprawniejsze przeprowadzenie celowego działania²⁹⁶. O wartości informacji decyduje jej użyteczność, szybkość pozyskania, aktualność, kompleksowość, zrozumiałość, porównywalność, prawdziwość oraz wiarygodność²⁹⁷.

²⁹⁵ Powyższa definicja została oparta o definicję komunikacji interpersonalnej zawartej w Nowej Encyklopedii Powszechnej PWN. Por. Encyklopedia Powszechna PWN, wyd. cyt., tom 3, s. 758). Autor rozprawy uważa jednak, że można ją z powodzeniem zastosować do zdefiniowania komunikacji także wewnątrz przedsiębiorstwa oraz relacji przedsiębiorstwo – otoczenie (interesariusze).

²⁹⁶ Por. Tokaj-Krzewska A., op. cit., s. 195 i 196.

²⁹⁷ Por. tamże, s. 199 oraz Niedziółka D.A., op. cit., s. 36.

Dostępność aktualnych i wiarygodnych informacji leży u podstaw efektywności rynku kapitałowego. Jeśli informacje są niepełne, zatajane, udostępniane z opóźnieniem lub nierzetelne dochodzi do powstawania odchyleń pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego wartością fundamentalną²⁹⁸.

Z punktu widzenia inwestora informacje dotyczące przedsiębiorstwa podzielić można na cztery grupy:

- informacje dotyczące ogólnych warunków funkcjonowania wszystkich przedsiębiorstw lub też podmiotów w obrębie poszczególnych sektorów, pozyskiwane przez inwestorów z rynku (dane makro i mikroekonomiczne),
- informacje, które zgodnie z obowiązującymi przepisami, przedsiębiorstwo ma obowiązek ujawniać (są to przede wszystkim sprawozdania, raporty roczne, półroczne, kwartalne oraz komunikaty bieżące, dane przekazywane urzędowi statystycznym oraz wszelkie inne publikacje, takie jak prospekty emisyjne, memoranda itp.),
- informacje nie ogłaszane wprost przez przedsiębiorstwo, lecz odczytywane przez rynek pośrednio poprzez analizę podejmowanych przez podmiot działań oraz płynących z niego sygnałów (chodzi tu m.in. o antycypowanie stanu, perspektyw rozwojowych podmiotu, jego zamierzeń itp.)²⁹⁹,
- informacje poufne, niejawne, które ze względów prawnych, a także znaczenia dla przedsiębiorstwa nie mogą być opublikowane lub ich ujawnienie musi zostać odroczone w czasie³⁰⁰.

²⁹⁸ Por. Damodaran A., op. cit., s. 69.

²⁹⁹ Do sygnałów tych zalicza się m.in. takie zdarzenia, jak: emisja/odkup akcji, zaciągnięcie/splata kredytu, wypłata/odstąpienie od wypłaty dywidendy, zakup/sprzedaż akcji przez kierownictwo itp.

Aby sygnał był wiarygodny, powinien spełniać następujące cechy: być jednoznacznie powiązany z poziomem jakości wysyłającej go spółki, być kosztowny (ogranicza to dostępność pewnych działań dla podmiotów słabych) oraz nie powinna istnieć możliwość naśladowania działań przedsiębiorstwa o dobrej jakości przez podmioty słabe (marginalny koszt sygnalizacji dla spółki o wysokiej jakości musi być niższy niż dla spółki o niskiej jakości).

Jak już wcześniej wspomniano, należy jednak pamiętać, że ocena zjawisk gospodarczych dokonywana przez inwestorów cechuje się pewnym stopniem subiektywizmu. Pomimo istnienia więc pewnych wytycznych w interpretacji sygnałów (por. teoria sygnałów, *signalling theory*) możliwe są nadal rozbieżności w ich praktycznej analizie, co rzutować będzie na konstruowany na ich bazie obraz przedsiębiorstwa.

Por. Goldstrom K., Mikołajewicz G., Wpływ sygnałów wysyłanych przez spółkę na cenę jej akcji na przykładzie GPW w Warszawie, w: Przybylska-Kapuścińska W. (red.), Rynek finansowy. Debiuty ekonomiczne, Wydawnictwo AEP, Poznań 2002, s. 150-164 oraz Jerzemowska M., Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych, PWN, Warszawa 1999, s. 118-129.

³⁰⁰ Polskie ustawodawstwo zawiera mechanizmy chroniące inwestorów spółek giełdowych przed wykorzystywaniem informacji poufnych niezgodnie z ich celem. I tak np., zgodnie z art. 156. ust. 1 pkt 1-3 ustawy o obrocie (por. ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,

Wydawać się może, że informacji na rynku jest bardzo dużo, ale po oddzieleniu szumu informacyjnego od informacji wartościowych (tych aktualnych, wiarygodnych i użytecznych), okazuje się, że wciąż jeszcze pozostają sfery działalności przedsiębiorstw o zbyt małym zakresie raportowania. Jednocześnie ze względu na różną siłę oddziaływania poszczególnych interesariuszy na przedsiębiorstwo, mamy często do czynienia z sytuacją, w której zasoby informacji posiadanych przez nich nie są tożsame. Dzieje się tak mimo istnienia prawnych uregulowań dotyczących dostępu do informacji oraz ich publikacji przez podmioty gospodarcze.

Inwestor ma więc do czynienia ze zjawiskiem asymetrii informacyjnej, tj. sytuacją, w której kierownictwo przedsiębiorstwa i osoby z nim bezpośrednio związane dysponują wewnętrznymi (lepszymi niż te dostępne dla otoczenia) informacjami dotyczącymi przyszłych strumieni dochodów lub możliwości inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Asymetrię tę kreuje w sposób naturalny rozdział własności od zarządzania³⁰¹. Asymetria oraz powiązane z nią koszty agencji są ceną, jaką płacą właściciele za ograniczenie swojej odpowiedzialności za działania

Dz.U. nr 183 poz. 1538), każdy kto: a) posiada informację poufną w związku z pełnieniem funkcji w organach spółki, posiadaniem w spółce akcji lub udziałów lub w związku z dostępem do informacji poufnej z racji zatrudnienia, wykonywania zawodu, a także stosunku zlecenia lub innego stosunku prawnego o podobnym charakterze, b) posiada informację poufną w wyniku popełnienia przestępstwa, c) posiada informację poufną pozyskaną w sposób inny niż wyżej wymieniony, jeżeli wiedział lub przy dołożeniu należytej staranności mógł się dowiedzieć, że jest to informacja poufna – nie może wykorzystywać takiej informacji.

Przez wykorzystanie informacji poufnej rozumie się (art. 156 ust. 2, 4 i 5 ustawy o obrocie): ujawnianie informacji poufnej (przekazywanie, umożliwianie lub ułatwianie wejścia w posiadanie tej informacji przez osobę nieuprawnioną), udzielanie rekomendacji lub nakłanianie innej osoby na podstawie tej informacji do nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, których dotyczy ta informacja, nabywanie lub zbywanie (na rachunek własny lub osoby trzeciej) instrumentów finansowych, w oparciu o tę informację.

Dodatkowo należy także pamiętać o istnieniu tajemnicy zawodowej, jest ona poruszana chociażby w art. 147 ustawy o obrocie. Do zachowania tajemnicy zawodowej zobowiązani są m.in. (art. 148 ustawy o obrocie): a) maklerzy i doradcy, b) osoby wchodzące w skład statutowych organów firmy inwestycyjnej, banku powierniczego, towarowego domu maklerskiego, który wykonuje czynności związane z obrotem instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi, spółek prowadzących giełdę oraz spółek prowadzących rynek pozagiełdowy, Krajowego Depozytu, izby, stowarzyszeń i organizacji, o których mowa w art. 9 ust. 1 pkt 4 ustawy o nadzorze, c) osoby zatrudnione w podmiotach, o których mowa w pkt b, d) osoby pozostające w stosunku zlecenia lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze z podmiotami, o których mowa w pkt b, e) osoby zatrudnione w podmiotach pozostających w stosunku zlecenia lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze z podmiotami, o których mowa w pkt b, f) osoby wchodzące w skład zespołu doradczego, o którym mowa w art. 46 ust. 5, g) inne osoby, jeżeli obowiązek taki wynika z przepisów innych ustaw. Obowiązek zachowania tajemnicy zawodowej istnieje również po ustaniu wyżej wymienionych stosunków prawnych.

Za nieprzestrzeganie nałożonych na spółkę giełdową obowiązków informacyjnych, a także nieuprawnione wykorzystanie informacji przewidziane są także sankcje, i to zarówno o charakterze administracyjnym, cywilnym, jak i karnym. Por. rozdział 7, 8 i 9 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. nr 183 poz. 1539.

³⁰¹ Więcej informacji na temat asymetrii znaleźć można np. w: Stradomski M., op. cit., s. 31-40.

przedsiębiorstwa. Dzięki uzyskaniu przez spółki osobowości prawnej odpowiadają oni do wysokości wniesionego przez siebie kapitału, a część ryzyka przejmują na siebie także zatrudniani przez nich menedżerowie i rada nadzorcza.

Asymetria informacyjna zmniejsza transparentność działań przedsiębiorstwa. Im jest ona większa, tym większa niepewność i nerwowość wśród inwestorów, co przekłada się na wyższą oczekiwaną przez nich stopę zwrotu oraz zwiększoną zmienność wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Asymetria informacyjna zmusza inwestorów do dokonywania wyceny w oparciu o dane, które nie zawsze mogą w pełni zweryfikować. Nakładając na to naturalną skłonność podmiotów do nie ujawniania informacji dla nich niekorzystnych, wyolbrzymiania zaś pozytywnych oraz ograniczenia związane z rachunkowością, prowadzi to do sytuacji, w której inwestorzy nie mają pewności czy wyrobiony przez nich obraz spółki zgodny jest z jej stanem faktycznym.

Dlatego też bardzo ważna jest właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z otoczeniem. Komunikację³⁰² zdefiniować można jako wymianę w określonym kontekście werbalnych i pozawerbalnych sygnałów w celu osiągnięcia lepszego poziomu współdziałania³⁰³. Ten ostatni aspekt, jakim jest poprawa współdziałania, zasługuje na szczególne podkreślenie. Komunikacja powinna bowiem nieść ze sobą wymierne korzyści zarówno dla przedsiębiorstwa, jak i otoczenia.

4.1. Zamykanie luk w komunikacji przedsiębiorstwo – rynek

Jak pokazuje badanie przeprowadzone przez PricewaterhouseCoopers, kierownictwo najwyższego szczebla ponad 33% ze 100 przebadanych brytyjskich spółek uznało wartość akcji kierowanych przez siebie spółek za niedoszacowaną, a zaledwie 6% za przeszacowaną³⁰⁴. Także inne badania potwierdzają tę obserwację. I tak np. badania Market & Opinion Research International (MORI)³⁰⁵ dotyczące 200 dużych spółek amerykańskich wykazały, że 61% respondentów uważało zarządzane przez siebie spółki za niedoszacowane, 31% za wycenione właściwie i tylko 5% za

³⁰² Por. Nowa Encyklopedia Powszechna PWN, wyd. cyt., tom 4, s. 495.

³⁰³ Szczegółowa charakterystyka różnych form komunikowania się przedsiębiorstwa z otoczeniem (zarówno tych bezpośrednich, jak i pośrednich) nie będzie przedmiotem dalszych rozważań. Informacje dotyczące tego zagadnienia znaleźć można m.in. w Niedziółka D.A., op. cit., s. 54-66.

³⁰⁴ Por. Marcinkowska M., Roczny..., wyd. cyt., s. 57.

³⁰⁵ Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 48.

przewartościowane. Spostrzeżenia te potwierdziły również wyniki badania³⁰⁶ w branży high-tech dla Kanady i USA oraz dla sektora bankowego i ubezpieczeniowego w USA. Wynika z nich, że około 3/4 przedsiębiorstw sugerowało lekkie lub silnie niedowartościowanie swoich akcji³⁰⁷.

Badania te dowodzą, że mamy do czynienia z różnicą w postrzeganiu wartości spółki z perspektywy jej wnętrza (w oparciu o pełne informacje) oraz z perspektywy rynku, otoczenia (w oparciu o dostępne informacje) – tzw. luką wartości (*value gap*), która przejawia się w odchyleniach wartości rynkowej od wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa³⁰⁸.

Jedną z przyczyn powstania luki wartości jest wspomniana wcześniej asymetria informacji i związana z nią luka informacyjna powodująca, że wartość przedsiębiorstwa nie może być właściwie odczytana przez rynek (zakładając, że jest on wystarczająco efektywny, by należycie ocenić dostarczane informacje, w innym przypadku zwiększanie zakresu i jakości ujawnień nie przyniesie bowiem pożądanych skutków).

Lukę informacyjną (*information gap*) można zdefiniować jako różnicę między wagą przypisywaną danemu czynnikowi przez użytkowników informacji a poziomem zaspokojenia ich potrzeb informacyjnych przez przedsiębiorstwo. Ze względu na odbiorcę wyróżnić można³⁰⁹: lukę użytkownika, związaną z odmiennym zapotrzebowaniem na informacje u poszczególnych odbiorców oraz lukę rynkową, uwzględniającą różnicę w zapotrzebowaniu na informację większości uczestników rynku w stosunku do danych publikowanych przez spółkę.

Obok luki informacyjnej wpływ na lukę wartości wywierają także luka sprawozdawczości, luka jakości, luka zrozumienia oraz luka percepcji, co przedstawiono na rysunku 4.1.

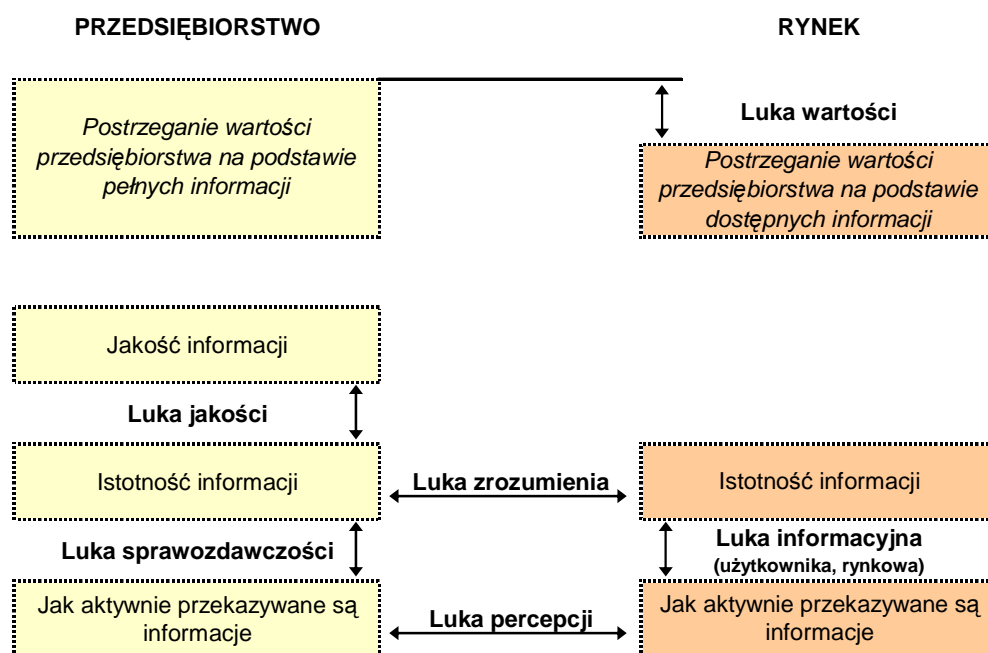
³⁰⁶ Por. tamże, s. 48 i 199.

³⁰⁷ Warto pamiętać, że takie wyniki badań mogą być podyktowane naturalną tendencją zarządu do zbyt optymistycznego spojrzenia na spółkę i przeszacowywania swoich dokonań. Jak pokazują badania przeprowadzone na próbie 1000 zarządzających w 1987 roku (na miesiąc przed krachem giełdowym) przez Louis Harris and Associates, na pytanie o to, czy bieżąca cena akcji jest dobrym odpowiednikiem wartości kierowanych przez nich przedsiębiorstw, około 58% ankietowanych udzieliło odpowiedzi negatywnej, przy czym wszyscy byli przekonani o tym, że akcje kierowanych przez nich przedsiębiorstw były na rynku niedoszacowane (Por. Rappaport A., op. cit., s. 81). Z drugiej jednak strony nie należy zapominać, że to właśnie zarząd jest w posiadaniu informacji kluczowych, często niedostępnych dla rynku.

³⁰⁸ Oczywiście luka ta może być zarówno dodatnia, jak i ujemna.

³⁰⁹ Por. Coleman I., Eccles R., Pursuing Value: Reporting Gaps in the United Kingdom, 1997, <http://store.barometersurveys.com>.

Źródła luki wartości



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., *The Value Reporting Revolution. Moving Beyond The Earnings Game*, PWC, John Wiley & Sons, New York, 2001, s. 130.

Luka sprawozdawczości (*reporting gap*) to różnica między poziomem znaczenia przypisywanego danym czynnikom przez spółkę a poziomem aktywności w ich raportowaniu (na ogół luka ta jest najmniejsza).

Luka jakości (*quality gap*) to różnica między wagą, jaką spółka przypisuje danym czynnikom a poziomem wiarygodności informacji pozyskiwanych z wewnętrznych systemów (z reguły największa luka dotyczy informacji o rynku, jego rozmiarze, wzroście, koncentracji oraz konkurencji).

Luka zrozumienia (*understanding gap*) to różnica między wagą, jaką spółka i użytkownicy informacji przypisują danym czynnikom. W większości przypadków nie jest ona duża. Istnieje względny konsensus co do istotności pewnych czynników. Menedżerowie i inwestorzy oceniają spółkę w podobny sposób. Skłania to zatem do sformułowania wniosku, że przytoczone powyżej rozbieżności w wycenie spółki przez kierownictwo i rynek są najprawdopodobniej wynikiem różnicy w zakresie posiadanych przez nich informacji.

Luka percepcji (*perception gap*) to różnica między poziomem aktywności spółki w raportowaniu czynników a poziomem adekwatności informacji otrzymywanych

przez interesariuszy (luka negatywna: spółka sporządza lepsze raporty niż sądzi, luka pozytywna: spółka nie sporządza raportów tak dobrze jak sądzi)³¹⁰.

Wyróżnić można jeszcze jeden rodzaj luki, jaką jest luka oczekiwań (*expectation gap*)³¹¹. Jest ona związana z koniecznością sprostania przez spółkę oczekiwaniom rynku w kwestii przyszłych wyników finansowych, wykonania prognoz. Luka ta powoduje często tzw. „*earnings game*”³¹², a więc wymusza na zarządzie działania mające na celu neutralizowanie niekorzystnych skutków ujemnych odchyłeń wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo od oczekiwań rynku (powoduje także chęć uzyskania efektów pozytywnych poprzez demonstrowanie ponadprzeciętnych wyników, często jednak wynikających ze zbyt zachowawczego określenia celów przedsiębiorstwa lub kreatywnej rachunkowości)³¹³.

Mając świadomość występowania powyższych luk³¹⁴ (szczególnie jeśli chodzi o dane niefinansowe), instytucje państwowe, instytucje regulujące rynek kapitałowy, jak i same przedsiębiorstwa podejmują kroki w celu ich zamykania, minimalizowania. Można zaobserwować trend w kierunku zwiększania transparentności podmiotów, szczególnie jeśli chodzi o dostępność informacji, jej kompletność, istotność, jakość i wiarygodność³¹⁵.

Właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem ma pozwolić na zbliżenie dwóch różnych perspektyw postrzegania siły fundamentalnej i wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa (tej z punktu widzenia jego wnętrza oraz jego otoczenia) i doprowadzić do domknięcia luki wartości.

³¹⁰ Badania PWC wskazują, że mamy często do czynienia z luką negatywną, przy czym w tym przypadku nie należy uznać ją za korzystną. Jak podkreślają autorzy badania, po prostu niski poziom satysfakcji interesariuszy (na co wskazywały poprzednie luki) przewyższa jeszcze niższy od niego poziom zaangażowania spółki. Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 140 i 141.

³¹¹ Por. Crow J., Aubin C., Kirtely O., Nakahira K., Ramsay I., Saucier G., Ward G., *Rebuilding Public Confidence in Financial Reporting. An International Perspective*, IFAC, New York 2003, <http://www.ifac.org>, s. 10.

³¹² Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 68-89.

³¹³ Badania pokazują, że duża część spółek bierze udział w opiniowaniu prognoz, oczekiwań analityków (często także na prośbę tych ostatnich), co z jednej strony chroni spółkę przed zbytnim optymizmem, pesymizmem rynku, jest jednak z drugiej strony etycznie dyskusyjne. Por. tamże, s. 73.

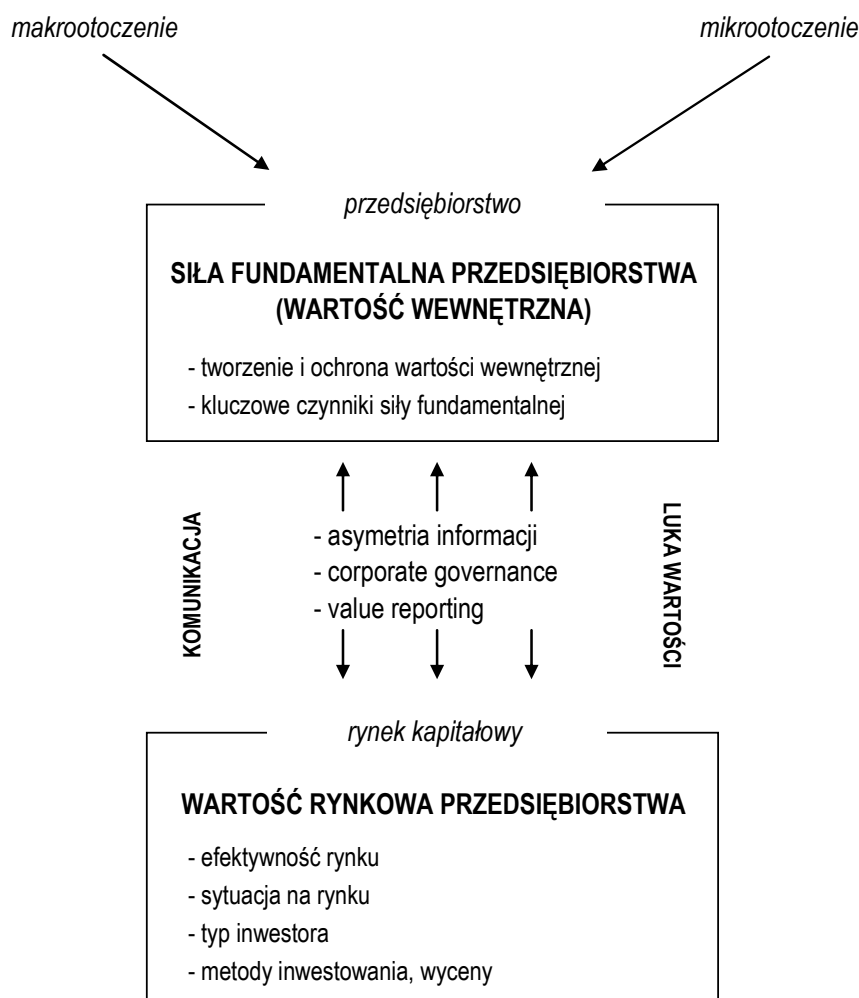
³¹⁴ Więcej informacji na temat powyższych luk można znaleźć w: tamże, s. 131-141 oraz Gajewska-Jedwabny A., *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, w: Szablewski A. i Tuzimek R. (red.), op. cit., s. 462-467.

³¹⁵ Por. Niedziółka D.A., op. cit., s. 6.

Schemat powiązań w zakresie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, wraz ze wskazaniem miejsca, jakie zajmuje w nim komunikacja podmiotu z rynkiem, przedstawiono na rysunku 4.2.

Rysunek 4.2

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa – schemat powiązań



Źródło: opracowanie własne.

Powyższy schemat przedstawia siłę fundamentalną przedsiębiorstwa jako funkcję czynników z makro-, mikrootoczenia oraz wnętrza przedsiębiorstwa. W związku z tym, że wartość wewnętrzna jest pierwotna w stosunku do ceny rynkowej akcji, to właśnie przez jej pryzmat odbywa się ocena siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Niedobór informacji, jej asymetria, niestosowanie przez spółki zasad ładu korporacyjnego czy też niechęć w zakresie raportowania wartości (*value reporting*) prowadzą do problemów z identyfikowaniem przez inwestorów oraz analityków rzeczywistej siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

W ocenie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa ważną rolę odgrywa także kwestia sytuacji na rynku, jego efektywność oraz charakterystyka inwestorów, m.in. horyzont czasowy relacji z przedsiębiorstwem (krótko-, długoterminowy), oczekiwania w stosunku do podmiotu (zyski kapitałowe i dywidendy, zacieśnienie współpracy, budowanie wartości w skali holdingu), stosowane metody inwestowania (np. analiza fundamentalna, analiza techniczna), metody wyceny (dochodowe, majątkowe etc.) oraz występujące ograniczenia percepcyjne. Czynniki te mają duże znaczenie dla wyznaczania wartości rynkowych walorów i są często źródłem odchyień cen rynkowych od wartości wewnętrznych, źródłem powstawania luki wartości.

Komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem, sprośanie oczekiwaniom informacyjnym, ma umożliwić właściwe odczytanie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a w konsekwencji przybliżyć wartość rynkową podmiotu do jego wartości wewnętrznej. Komunikacja ta powinna być dwustronna i obejmować zarówno ujawnianie informacji, jak i jej pozyskiwanie oraz wykorzystywanie informacji zwrotnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Komunikacja z rynkiem może stanowić element przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa poprzez:

- minimalizowanie ryzyka towarzyszącego inwestycji,
- wzrost zaufania do zarządu i budowanie reputacji przedsiębiorstwa,
- zwiększenie płynności akcji i zmniejszenie zakresu wahań wartości, domykanie luki wartości,
- zmniejszeniu kosztu kapitału i zwiększenie dostępności kapitału,
- wzrost efektywności wewnętrznej podmiotu (dzięki identyfikacji czynników wartości, ujednoczeniu komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej oraz usprawnieniu procedur i procesów wewnętrznych).

Korzyści związane z komunikacją, zakres obowiązkowych ujawnień, wiarygodność przekazywanych przez przedsiębiorstwa informacji oraz sposoby zamykania luki wartości w postaci nadzoru korporacyjnego i *value reporting*, są przedmiotem rozważań w kolejnych częściach pracy.

4.1.1. Zakres obowiązkowych ujawnień

Zakres obowiązkowych ujawnień w gospodarce polskiej, a także regulacji dotyczących kształtowania stosunków wewnątrz przedsiębiorstwa i jego relacji z otoczeniem, określają m.in.:

- ustawa o rachunkowości (UoR)³¹⁶,
- kodeks spółek handlowych (KSH)³¹⁷.

W przypadku spółek publicznych obowiązują ponadto regulacje, takie jak³¹⁸:

- regulamin GPW w Warszawie³¹⁹,
- ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (zwana dalej ustawą o ofercie)³²⁰,
- ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (zwana dalej ustawą o obrocie)³²¹,
- rozporządzenie MF w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim (zwane dalej rozporządzeniem w sprawie informacji bieżących i okresowych)³²².

W ostatnich latach duży wpływ na sprawozdawczość polskich przedsiębiorstw mają Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR) i towarzyszące im

³¹⁶ Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, wyd. cyt.

³¹⁷ Por. ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. nr 94 poz. 137 z późn. zm.

³¹⁸ Wśród innych regulacji warto zwrócić uwagę m.in. na: rozporządzenie MF z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (Dz.U. nr 209 poz. 1743 z późn. zm.), rozporządzenie MF z dnia 6 lipca 2007 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2007 nr 132 poz. 916 z późn. zm.) oraz ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. nr 183 poz. 1537).

³¹⁹ Por. regulamin GPW w Warszawie w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. z późn. zm.

³²⁰ Por. ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, wyd. cyt.

³²¹ Por. ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyd. cyt.

³²² Por. Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim, Dz.U. 2009 nr 33 poz. 259 z późn. zm.

Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF)³²³. Ich wprowadzanie ma się przyczynić m.in. do³²⁴:

- budowania wiarygodności raportów i zapewnienia ich porównywalności przez stosowanie powszechnie uznanych na świecie standardów rachunkowości,
- zwiększenia zakresu informacji ujawnianych przez spółki,
- zmiany preferencji z raportowania nastawionego na ujmowanie zdarzeń przeszłych (w oparciu o koszt historyczny) na rzecz perspektywy obecnej i przyszłej (m.in. ceny godziwe, rynkowe czy ujmowanie wyników zdarzeń, które jeszcze się nie zakończyły, np. kontrakty długoterminowe).

Zwiększenie transparentności, zmniejszenie niepewności, powinno ułatwić przedsiębiorstwom pozyskiwanie kapitału oraz doprowadzić do obniżenia jego kosztu.

Pomimo wysiłków mających na celu harmonizację zasad rachunkowości, porównywalność raportów opracowanych zgodnie z MSR/MSSF bywa jednak często dyskusyjna. Regulacje MSR/MSSF charakteryzują się bowiem dość dużą ogólnością zapisów, która pozwala na znaczną swobodę w ich stosowaniu. Forma i kształt przekazywanych informacji jest mocno zindywidualizowana, co oddaje specyfikę spółki, utrudnia jednak dokonywanie porównań większej liczby podmiotów³²⁵.

Zwiększenie ujęcia prospektywnego raportów niesie ze sobą zwiększoną dozę subiektywizmu i ryzyka w ich sporządzaniu. O ile bowiem zdarzenia z przeszłości są nam relatywnie dobrze znane, o tyle dane prognozowane obarczone są zawsze błędem szacunku oraz nastawieniem osoby je sporządzającej.

³²³ Zgodnie z art. 45 UoR ust. 1a, 1b, 1e oraz art. 55 ust. 6 i 7 sprawozdania finansowe (w tym sprawozdania skonsolidowane) mogą być sporządzane według MSR jeżeli dotyczą:

- emitentów papierów wartościowych dopuszczonych, emitentów zamierzających ubiegać się lub ubiegających się o ich dopuszczenie do obrotu na jednym z rynków regulowanych krajów Europejskiego Obszaru Gospodarczego,
- jednostek wchodzących w skład grupy kapitałowej, w której jednostka dominująca sporządza skonsolidowane sprawozdanie finansowe zgodnie z MSR,
- oddziałów przedsiębiorcy zagranicznego, jeżeli sporządza on swoje sprawozdania wg MSR.

Obowiązek sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych w oparciu o MSR istnieje natomiast od 1 stycznia 2005 roku (zgodnie z art. 55 ust. 5 UoR) dla emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na regulowanym rynku któregośkolwiek z Państw Członkowskich (w rozumieniu art. 1 ust. 13 dyrektywy Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, z późn. zm.) oraz banków. Por. art. 4 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej z dnia 19 lipca 2002 r. nr 1606/2002/WE w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości.

³²⁴ Por. Kędzia P., Mirkowski S., MSR – czy korzyści przekroczą nakłady?, 15 marzec 2006, <http://www.hlb.pl>, Kędzia P., Znaczenie MSR/MSSF dla członków rad nadzorczych, 15 marzec 2006, <http://www.hlb.pl>.

³²⁵ Por. Pokojska A., Sprawozdania będą bardziej użyteczne dla inwestorów, Gazeta Prawna, 20 Marzec 2008.

MSR/MSSF nie są także powszechnie akceptowane na świecie. I tak np. państwa, takie jak USA, Japonia czy Chiny, stosują swoje krajowe regulacje, które odbiegają od MSR. Pomimo że proces konwergencji lokalnych systemów rachunkowości z MSR został już rozpoczęty, stworzenie jednolitego i efektywnego standardu rachunkowości może okazać się niemożliwe ze względu na różnice kulturowe oraz gospodarcze krajów³²⁶.

Zakres obowiązkowych ujawnień polskich przedsiębiorstw jest zróżnicowany i zależy m.in. od faktu, czy dana jednostka podlega corocznemu badaniu oraz czy ma status spółki publicznej³²⁷.

Według polskiej ustawy o rachunkowości (UoR) sprawozdanie finansowe składa się z (art. 45 ust. 2):

- bilansu,
- rachunku zysków i strat,
- informacji dodatkowej, obejmującej wprowadzenie do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe informacje i objaśnienia³²⁸.

Jeżeli podmiot gospodarczy podlega corocznemu badaniu, zgodnie z art. 64 ust. 1 UoR, obejmuje ono dodatkowo:

- rachunek przepływów pieniężnych,
- zestawienie zmian w kapitale (funduszu) własnym.

Ponadto roczne sprawozdanie finansowe uzupełniane jest, w przypadku spółek kapitałowych, spółek komandytowo-akcyjnych, towarzystw ubezpieczeń wzajemnych, spółdzielni oraz przedsiębiorstw państwowych, o sprawozdanie z działalności jednostki

³²⁶ Próby takie są jednak podejmowane. Trwają prace nad stworzeniem ujednoczonego modelu sprawozdawczości dla spółek podlegających MSR, prowadzone przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB) oraz amerykańską Radę Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB).

Z badania przeprowadzonego przez firmę McKinsey wynika, że około 90% inwestorów jest za wprowadzeniem jednolitego standardu rachunkowości, przy czym około 77% ankietowanych z Europy i Afryki oraz 65% z Azji opowiadało się za International Financial Reporting Standards (IFRS), podczas gdy 76% z Ameryki Północnej oraz 59% z Ameryki Łacińskiej optowało za Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). Można więc stwierdzić, że istnieje silny podział wynikający z uwarunkowań kulturowych i istniejącej praktyki (por. McKinsey, Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance, 2002, <http://www.mckinsey.com>).

³²⁷ Zgodnie z art. 4 pkt 20 ustawy o ofercie, spółką publiczną jest spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

³²⁸ Zakres informacji dodatkowych szczegółowo reguluje załącznik nr 1 do UoR. Oprócz wprowadzenia do sprawozdania finansowego zawierającego głównie opis przyjętych zasad (polityki) rachunkowości, przedsiębiorstwo powinno udostępnić informacje dotyczące m.in. zmian wartości aktywów i pasywów, wykazać szczegółowe rozbieżności poszczególnych pozycji bilansu, jak i rachunku zysków i strat, ujawnić ewentualne zmiany w polityce rachunkowości, a także wyszczególnić wszelkie ryzyka związane z kontynuowaniem przez podmiot działalności.

(art. 49 ust. 1 UoR). W sprawozdaniu tym istnieje możliwość ujęcia ważnych czynników z zakresu siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, m.in. istotnych informacji o stanie majątkowym i sytuacji finansowej, w tym ocenę uzyskiwanych efektów oraz wskazanie czynników ryzyka i opis zagrożeń³²⁹. Sprawozdanie powinno także obejmować, o ile jest to istotne dla oceny sytuacji jednostki, wskaźniki finansowe i niefinansowe, łącznie z informacjami dotyczącymi zagadnień środowiska naturalnego i zatrudnienia, a także dodatkowe wyjaśnienia do kwot wykazanych w sprawozdaniu finansowym.

Sprawozdanie z działalności jednostki nie posiada jednak szczegółowego, sformalizowanego układu czy wytycznych, co powoduje, że jest ono często przez przedsiębiorstwa zanedbywane.

Podmioty podlegające corocznemu badaniu (zgodnie z art. 64 ust. 1 UoR) są zobowiązane do publikacji wprowadzenia do sprawozdania finansowego (stanowiącego część informacji dodatkowej), bilansu, rachunku zysków i strat, zestawienia zmian w kapitale własnym oraz rachunku przepływów pieniężnych, wraz z opinią biegłego rewidenta oraz odpisem uchwały bądź postanowienia organu zatwierdzającego o zatwierdzeniu sprawozdania finansowego i podziale zysku lub pokryciu straty w Monitorze Polskim B³³⁰.

Obowiązek publikacji nie obejmuje zatem pełnego zakresu informacji dodatkowej (wyłączona została konieczność publikacji dodatkowych informacji i objaśnień, tzw. not finansowych) oraz pełnego raportu z badania biegłego (tylko opinia). Prezentowane tam materiały są więc pozbawione informacji bardzo istotnych dla interesariuszy w procesie oceny siły fundamentalnej. Dodatkowo obowiązek publikacji w Monitorze Polskim B nie jest często przez spółki przestrzegany³³¹. Fakt ten wiąże się głównie z obawą przed ujawnieniem swoich danych konkurencji, kosztem publikacji takich sprawozdań oraz znikomymi konsekwencjami tego czynu. Uchylające się od tego obowiązku podmioty

³²⁹ Według art. 49 ust. 2 i 3 UoR, chodzi tu w szczególności o informacje na temat: 1) zdarzeń istotnie wpływających na działalność jednostki, jakie nastąpiły w roku obrotowym, a także po jego zakończeniu, do dnia zatwierdzenia sprawozdania finansowego, 2) przewidywanego rozwoju jednostki, 3) ważniejszych osiągnięć w dziedzinie badań i rozwoju, 4) aktualnej i przewidywanej sytuacji finansowej, 5) nabycia udziałów (akcji) własnych, a w szczególności celu ich nabycia, liczbie i wartości nominalnej, ze wskazaniem, jaką część kapitału zakładowego reprezentują, cenie nabycia oraz cenie sprzedaży tych udziałów (akcji) w przypadku ich zbycia, 6) posiadanych przez jednostkę oddziałach (zakładach), 7) instrumentów finansowych w zakresie: a) ryzyka: zmiany cen, kredytowego, istotnych zakłóceń przepływów środków pieniężnych oraz utraty płynności finansowej, na jakie narażona jest jednostka, b) przyjętych przez jednostkę celach i metodach zarządzania ryzykiem finansowym, łącznie z metodami zabezpieczenia istotnych rodzajów planowanych transakcji, dla których stosowana jest rachunkowość zabezpieczeń.

³³⁰ Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, wyd. cyt., art. 70 ust. 1 i 3.

³³¹ Por. Błaszczak A, Tajemnice pilnie strzeżone, Rzeczpospolita, 23 czerwiec 2003.

potwierdzają, że kontrolujące je Urzędy Skarbowe zainteresowane są tylko kwestią płaconych przez nie podatków. Z kolei, gdy dojdzie już do odkrycia uchybień, spółka może liczyć na umorzenie postępowania sądowego ze względu na znikomą społeczną szkodliwość czynu, lub karę grzywny, która czasami nie przekracza nawet kosztu publikacji 1 strony w Monitorze³³². Przedsiębiorstwa uważają także taki obowiązek za mało uzasadniony, ponieważ zobligowane są już do składania swoich sprawozdań w Krajowym Rejestrze Sądowym (KRS)³³³ oraz wypełniania formularzy GUS.

W przypadku spółek publicznych zakres wymaganych publikacji jest znacznie szerszy. Chodzi bowiem o zapewnienie możliwie powszechnego, równego i jednoczesnego dostępu do informacji. Spółki zobowiązane są zatem do przekazywania:

- raportów bieżących (zawierających informacje m.in. o nabyciu/zbyciu/utracie aktywów o znacznej wartości, zawarciu/wypowiedzeniu/rozwiązaniu znaczącej umowy, nabyciu/umorzeniu akcji własnych, przekształceniu emitenta, wszczęciu postępowań przed sądem i innymi organami, wyborze podmiotu uprawnionego do badania, powołaniu/odwołaniu/rezygnacji osoby zarządzającej/nadzorującej, prognozy wyników finansowych, jeśli została podjęta decyzja o jej upublicznieniu)³³⁴,
- raportów kwartalnych (zawierających m.in. skrócone sprawozdania finansowe wraz z danymi porównawczymi i uproszczoną informacją dodatkową oraz dane dodatkowe)³³⁵,
- raportów półrocznych (zawierających m.in. sprawozdania finansowe wraz z danymi porównawczymi i informacją dodatkową oraz dane dodatkowe, a także sprawozdanie³³⁶ i oświadczenia zarządu³³⁷ oraz raport podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań)³³⁸,

³³² W 2010 r. koszt publikacji jednej strony w Monitorze Polskim B wynosił 753,37 zł brutto.

³³³ Zgodnie z art. 69 ust. 1 UoR, podmioty gospodarcze zobowiązane są do składania we właściwym rejestrze sądowym rocznych sprawozdań finansowych, opinii biegłego rewidenta (jeżeli podlega badaniu), odpisu uchwały bądź postanowienia organu zatwierdzającego o zatwierdzeniu rocznego sprawozdania finansowego i podziale zysku lub pokryciu straty oraz (o ile, zgodnie z art. 49 ust. 1, istnieje obowiązek sporządzania) sprawozdanie z działalności.

³³⁴ Por. rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących..., wyd. cyt., §5 ust. 1. Informacje te, zgodnie z §100 ust. 1 powinny zostać przekazane niezwłocznie (z zastrzeżeniem §100 ust. 2-5), nie później jednak niż w ciągu 24 godzin od zaistnienia zdarzenia lub uzyskania o nim informacji. Raporty okresowe, tj. kwartalne, półroczne i roczne przekazywane są w dniu określonym przez spółkę w stosownym raporcie bieżącym.

³³⁵ Por. tamże, §87 i 88.

³³⁶ Sprawozdanie zarządu na temat działalności spółki oraz zasad sporządzenia sprawozdania finansowego.

- raportów rocznych (jw. plus pismo prezesa zarządu³³⁹ oraz sprawozdanie z działalności jednostki zawierające m.in. omówienie podstawowych wielkości ekonomiczno-finansowych, opis istotnych czynników ryzyka i zagrożeń, oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, informacje o podstawowych produktach, towarach, usługach oraz ich udziału w wartości i ilości sprzedaży, rynkach zbytu, informacji o zadłużeniu, nietypowych czynnikach, wartości wynagrodzeń, akcjonariacie itp.)³⁴⁰.

Zgodnie z art. 56 ust. 1 i 2 ustawy o ofercie spółka, której papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, zobowiązana jest także przekazywać niezwłocznie³⁴¹ do publicznej wiadomości informacje poufne, tj. „informacje dotyczące, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku takich instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, które nie zostały przekazane do publicznej wiadomości, a które po takim przekazaniu mogłyby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych

³³⁷ Oświadczenie zarządu, że wedle jego najlepszej wiedzy, sprawozdanie finansowe i dane porównywalne sporządzone zostały zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości, że odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową i finansową spółki, jej wynik finansowy, zawierają prawdziwy obraz rozwoju i osiągnięć oraz sytuacji spółki, w tym opis podstawowych zagrożeń i ryzyka.

Oświadczenie zarządu, że podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych został wybrany zgodnie z przepisami prawa oraz że podmiot ten oraz biegli rewidenci spełniali warunki do wydania bezstronnego i niezależnego raportu z przeglądu albo opinii.

³³⁸ Por. rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących..., wyd. cyt., §89 i 90.

³³⁹ Pismo to powinno w zwięzły sposób omawiać najważniejsze dokonania lub niepowodzenia spółki w danym roku obrotowym oraz perspektywy rozwoju działalności spółki na najbliższy rok obrotowy.

³⁴⁰ Por. rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących..., wyd. cyt., §91 i 92.

³⁴¹ Tzn. nie później niż 24 godziny po zajściu zdarzeń lub okoliczności, które uzasadniają ich przekazanie, lub po powzięciu o nich wiadomości.

Zgodnie z art. 56 ust.1 ustawy o ofercie informacje poufne oraz raporty bieżące i okresowe spółek publicznych są przekazywane Komisji Nadzoru Finansowego oraz spółce prowadzącej rynek regulowany (GPW w Warszawie S.A.), a po upływie 20 minut od chwili przekazania tym podmiotom, także do publicznej wiadomości. Art. 58 ust. 1 stwierdza natomiast, że spółka ma obowiązek przekazywania wyżej wymienionych informacji do publicznej wiadomości także za pośrednictwem jednej lub więcej agencji informacyjnej, wybieranej w drodze uchwały przez KNF (obecnie jest to PAP). Ponadto, spółka ma obowiązek umieścić te informacje na swojej stronie internetowej.

Ustawa przewiduje jednak pewne szczególne przypadki, w których ujawnienie informacji poufnej może zostać opóźnione, a dotyczą one sytuacji (art. 57), kiedy może zostać naruszony słuszny interes spółki (tj. informacji dotyczących prowadzonych negocjacji, informacji, które dla swej ważności wymagają zatwierdzenia przez inny organ, umów zawartych pod warunkiem oraz okoliczności wpływających na pozycję konkurencyjną spółki, por. §2 rozporządzenia MF z dnia 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnianiem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych, Dz.U. nr 67 poz. 476). Powyższe opóźnienie może wystąpić wyłącznie pod warunkiem, że spółka zapewni w tym czasie zachowanie poufności tych informacji do chwili wykonania obowiązku ujawnienia oraz że nie spowoduje to wprowadzenia w błąd opinii publicznej.

instrumentów finansowych”³⁴². W celu dalszego ułatwienia interesariuszom dostępu do informacji, spółka zobowiązana jest także do przekazywania do publicznej wiadomości wykazu wszystkich wyżej wymienionych informacji, bez względu na miejsce ich publikacji, ze wskazaniem miejsca, gdzie są one dostępne³⁴³.

Jak pokazuje badanie PWC³⁴⁴ większość inwestorów, analityków i zarządzających uznaje sprawozdania za umiarkowanie użyteczne, przy czym mniej niż 20% badanych inwestorów i analityków uważa sprawozdania za bardzo przydatne, przy około 15% odpowiedzi o znikomej wadze lub bezużyteczności raportów. Potwierdzają to także wcześniejsze badania np. I. Colemana, R. Ecclesa³⁴⁵ dotyczące rynku brytyjskiego i amerykańskiego, a także badania innych rynków prowadzone przez PWC³⁴⁶.

Badanie PWC z 2007 roku, oparte na analizie opinii użytkowników z krajów, takich jak Australia, Wielka Brytania, Ameryka Północna, Europa kontynentalna, wskazuje na dużą zgodność poglądów inwestorów, analityków i pracowników na temat przydatności poszczególnych części sprawozdań finansowych w ocenie efektywności przedsiębiorstwa. Większość badanych uważa za najważniejszy w tym zakresie rachunek zysków i strat³⁴⁷, w równym stopniu doceniając wagę rachunku przepływów pieniężnych i raportu z analizy segmentów, a na ostatnim miejscu stawiając bilans³⁴⁸.

Wymagana prawem sprawozdawczość ma jednak nastawienie zbyt historyczne, kosztowe i nie informuje w wystarczający sposób o czynnikach siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, czynnikach tworzących oraz chroniących wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa (szczególnie tych niematerialnych). Nie będzie więc ona przedmiotem szerszej analizy w niniejszej pracy. Uczestnicy rynku kapitałowego

³⁴² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., wyd. cyt., art. 154.

³⁴³ Por. ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie..., wyd. cyt., art. 65.

Także i na akcjonariuszy spółek publicznych nałożone są pewne obowiązki informacyjne m.in. art. 69 ust. 1, 2 i 4 ustawy o ofercie zobowiązuje ich do poinformowania o zmianach w akcjonariacie spółki publicznej w obrębie 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% i 75% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, o zmianie w posiadaniu głosów przez akcjonariusza posiadającego ponad 10% głosów, czy też o zamiarach dalszego zwiększania udziału w spółce publicznej w okresie 12 miesięcy od złożenia zawiadomienia o przekroczeniu progu 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu i o celu zwiększania tego udziału. Akcjonariusz jest zobowiązany zawiadomić o tym KNF oraz spółkę, w terminie 4 dni od dnia zmiany udziału w ogólnej liczbie głosów albo od dnia, w którym dowiedział się o takiej zmianie lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć.

³⁴⁴ Por. Nally D.M., Reinventing corporate reporting, PWC, May 2001, s. 1.

³⁴⁵ Por. Coleman I., Eccles R., op. cit., <http://store.barometersurveys.com>, s. 2 i 3.

³⁴⁶ Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op.cit., s. 3 i 4.

³⁴⁷ Trzy najczęściej poszukiwane dane z rachunku zysków i strat to: zysk netto, przychody i zysk operacyjny (EBIT).

³⁴⁸ Por. PWC, Performance statement. Coming together to shape the future, December 2007, <http://www.corporatereporting.com>, s. 12 i 13.

oczekują znacznie szerszych informacji o działalności przedsiębiorstwa, których nie będą w stanie pozyskać bez dobrowolnych ujawnień przez spółkę.

Powyższe spostrzeżenia potwierdza zarówno praktyka gospodarcza, jak i przeprowadzane badania. Wśród wymienianych niedoskonałości sprawozdań finansowych wymienia się między innymi następujące kwestie³⁴⁹:

1) rachunek zysków i strat:

- zbyt mała szczegółowość,
- brak możliwości ustalenia czy wzrost przychodów, zysków ma charakter trwały, czy jest to wzrost typu organicznego, czy wynika z przejęć i akwizycji, czy też ze zwiększonej ilości sprzedaży, wzrostu cen lub innych czynników,
- brak szczegółowego rozbicia na operacje powtarzalne i niepowtarzalne³⁵⁰,
- brak szczegółowego rozbicia kosztów (m.in. brak podziału na koszty zmienne, quasi-stałe i stałe, koszty działalności podstawowej i pozostałej, podziału odpowiadającego naturze kosztów i miejscom ich ponoszenia),
- brak szczegółowej informacji dotyczącej przychodów i kosztów w rozbiciu na zrealizowane i niezrealizowane,
- przesłanianie wyników podstawowej działalności operacyjnej przez odpisy aktualizujące aktywa i tworzone rezerwy,
- potrzeba większego rozbicia pozycji dotyczącej podatku,
- zbyt duże możliwości wpływania przez zarządzających na kształt publikowanych danych, a także brak informacji o założeniach i przyjętej polityce rachunkowości,

2) bilans:

- nie wszyscy użytkownicy uważają wprowadzanie cen rynkowych czy wartości godziwej za pożądane (wyceny te powinny być stosowane głównie do płynnych aktywów i aktywów inwestycyjnych, przy czym konieczne jest podawanie przyjętych do wyceny założeń)³⁵¹,

³⁴⁹ Por. PWC, Corporate Reporting. Is it what investment professionals expect?, September 2007, <http://www.corporatereporting.com> i PWC, Performance..., wyd. cyt., <http://www.corporatereporting.com>.

³⁵⁰ Do tych ostatnich zaliczyć można m.in.: przerwane, zarzucone działalności, niezwykle duże transakcje, których prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości jest nikłe (a także związane z nimi zdarzenia, np. powstanie dużej kwoty należności, zobowiązań itp.), transakcje jednostkowe, unikalne (np. sprzedaż nieruchomości czy nietypowe nabycie aktywów inwestycyjnych), efekty zdarzeń naturalnych (powodzie, pożary itp.), zmiany w stosowanej polityce rachunkowości.

³⁵¹ Obawy przed stosowaniem wartości rynkowych dotyczą głównie sposobów określenia wartości (subiektywności wycen i ich wiarygodności), zmienności cen rynkowych oraz wpływu przeszacowań na zyski i koszty przedsiębiorstwa.

- mała przydatność bilansu do oceny wartości niematerialnych,
- niedostateczna, niejasna informacja o podatkach (w tym odroczonym),
- niedostateczna informacja o tworzonych rezerwach (w tym dotyczących świadczeń emerytalnych),
- brak danych dotyczących wartości odtworzeniowej aktywów,

3) rachunek przepływów pieniężnych:

- zbyt mała szczegółowość rachunku i dotyczących go not finansowych,
- trudności w powiązaniu danych z rachunku zysków i strat z danymi w rachunku przepływów pieniężnych,

4) inne:

- problem wiarygodności i porównywalności danych ze względu na różnice w stosowanych standardach rachunkowości,
- potrzeba większej zgodności, jednolitości w czasie,
- konieczność uzupełnienia danych finansowych o analizy zarządu oraz o informacje opisowe, kontekstowe dotyczące rynku, strategii, zarządu, kreowania wartości oraz planów i zamierzeń na przyszłość – informacje te stanowią niezbędny element do całościowej oceny przedsiębiorstwa³⁵² (badania wskazują³⁵³, że pomimo iż informacje opisowe stanowią ponad 50% stron raportów, to zbyt skupiają się one na rezultatach działalności, zamiast na czynnikach je kształtujących oraz łańcuchu wartości; W wypadku informacji opisowych kwestionowana bywa czasami ich obiektywność czy aktualność),
- braki w raportowaniu segmentowym (prezentacja działalności w podziale na linie produktowe, jednostki biznesowe, rynki zbytu wraz z towarzyszącymi im miarami efektywności)³⁵⁴,
- potrzeba lepszego raportowania w zakresie wpływów i wydatków oraz towarzyszących im ryzyk (wrażliwości na zmiany stóp procentowych, kursów walutowych itp.).

³⁵² Wagę tych informacji w ocenie efektywności podmiotu potwierdza rysunek 4.4, s. 169.

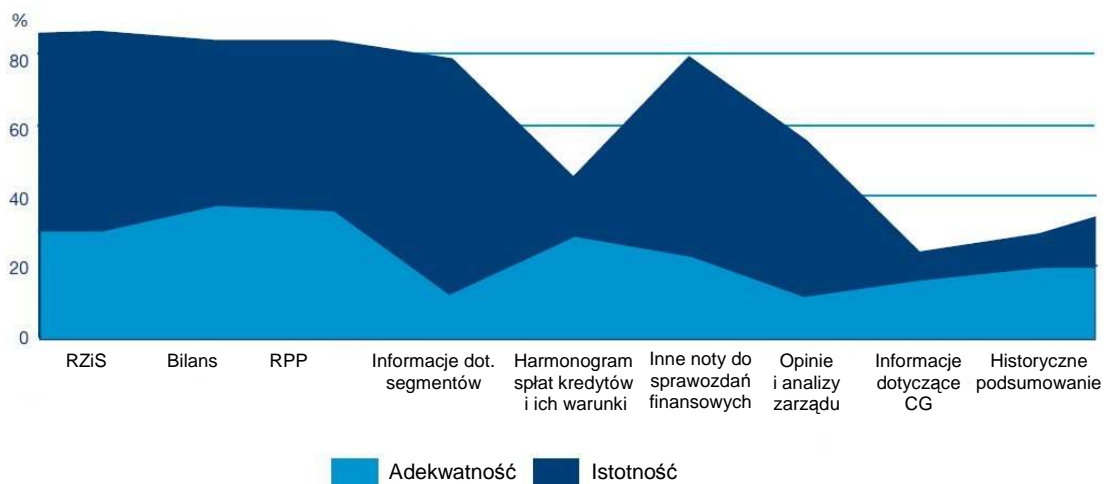
³⁵³ Por. PWC, Corporate Reporting - a time for reflection, April 2007, <http://www.corporatereporting.com>, s. 6 i 7.

³⁵⁴ Tzw. *segment reporting*, rzadko spotykany w sprawozdawczości polskich przedsiębiorstw.

Waga i adekwatność poszczególnych części sprawozdania finansowego oraz informacji kontekstowych, opisowych w ocenie efektywności przedsiębiorstwa przedstawiona została na rysunku 4.3 i 4.4³⁵⁵.

Rysunek 4.3

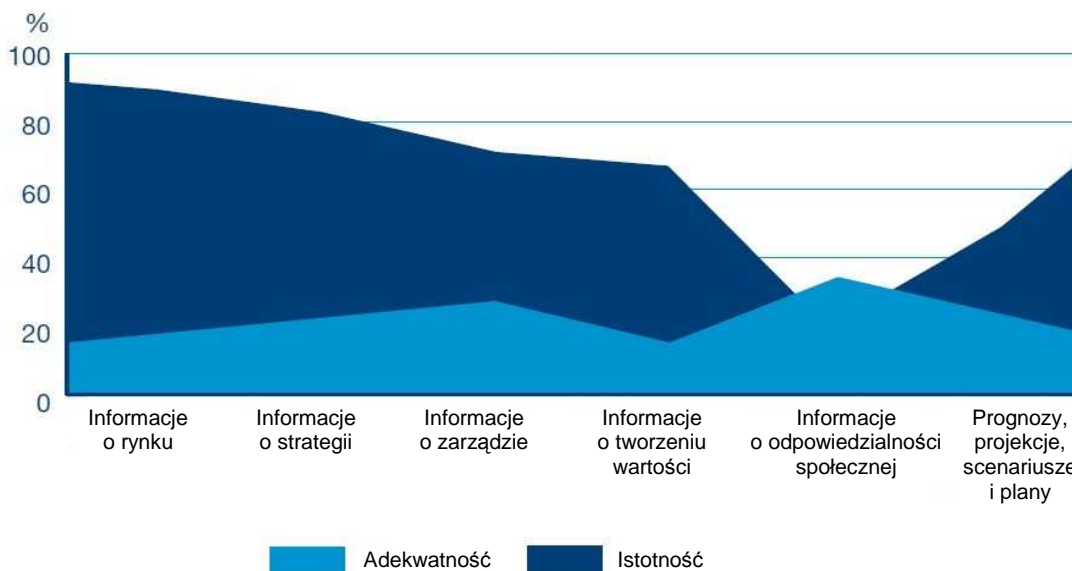
Istotność a adekwatność kluczowych elementów sprawozdania finansowego



Źródło: Por. PWC, Corporate Reporting. Is it what investment professionals expect?, September 2007, <http://www.corporatereporting.com>, s. 8.

Rysunek 4.4

Istotność a adekwatność informacji kontekstowych w sprawozdaniu finansowym



Źródło: Por. PWC, Corporate Reporting. Is it what investment professionals expect?, September 2007, <http://www.corporatereporting.com>, s. 21.

³⁵⁵ Warto nadmienić, że w przypadku informacji dotyczących odpowiedzialności społecznej, ich niska waga odzwierciedlona na rysunku, wynika nie tyle z braku istotności tego elementu w ogóle, co z jego mniejszej przydatności w ocenie efektywności podmiotu.

Według analityków i inwestorów do niedostatecznie prezentowanych obszarów informacji w rocznych raportach należą m.in. sfery, takie jak³⁵⁶: wzrost rynku, jego wielkość, udział w rynku, przychody z nowych produktów, stopień sukcesu nowych produktów oraz długość cyklu tworzenia nowych produktów, stopień pokrycia zamówień, wykorzystanie mocy produkcyjnych, środowisko konkurencyjne, kapitał intelektualny, rotacja klientów, pracowników, kanały dystrybucji, marki i ich rozpoznawalność, efektywność poszczególnych segmentów działalności, strategiczne kierunki działania.

Na podkreślenie zasługuje także ubogi zakres ujawnień dotyczących danych prognostycznych, który wymaga usprawnień. Przedsiębiorstwa niechętnie publikują takie dane, co wynika po pierwsze z obawy, że prognozy nie sprawdzą się (na co rynek zareaguje negatywnie), a po drugie, z faktu, że z chwilą ich udostępnienia spółka giełdowa (wg prawa polskiego) zobowiązana jest do ich monitorowania, aktualizowania i raportowania (wraz z podaniem powodów zmian) w przypadku odchyłań większych niż 10%. Ponadto w raporcie kwartalnym i półrocznym zarząd musi przedstawić stanowisko odnośnie możliwości realizacji prognoz³⁵⁷. Praktyka pokazuje, że spółki podają w takiej sytuacji głównie czynniki zewnętrzne (np. kursy walutowe, ceny surowców, zmiany koniunktury itp.), rzadziej czynniki wewnętrzne, za które ponoszą bezpośrednią odpowiedzialność.

Z jednej strony, informacje prognostyczne dyscyplinują zarząd, stanowiąc bazę porównań dla wyników faktycznie osiągniętych, z drugiej strony, bywają często zbyt optymistyczne i należy podchodzić do nich z rezerwą w trakcie oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Prognozy powinny być sporządzane dla dostatecznie stabilnych i przewidywalnych warunków oraz działalności, w połączeniu z analizą czynników będących poza i pod kontrolą spółki (włączając w to ewentualne symulacje).

Ze względu na specyfikę informacji prospektywnych (fakt, iż obarczone są dużym ryzykiem i związaną z tym kwestią odpowiedzialności wobec odbiorcy raportu) zakres ujawnień obowiązkowych nie jest więc w tym zakresie zbyt duży, często ogranicza się do ogólnych kwestii, takich jak np. wskazanie ewentualnych zagrożeń dla kontynuowania działalności czy kierunków rozwoju spółki.

³⁵⁶ Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 132 i 133.

³⁵⁷ Por. rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących..., wyd. cyt., §31 ust. 1 i 2, §87 ust. 7 pkt 4 oraz §89 ust. 1 pkt 3.

W raportach finansowych, na co wskazywano, brakuje też bardzo często informacji na temat aktywów niematerialnych posiadanych przez przedsiębiorstwo. Aktywa te zyskują stale na znaczeniu, lecz wciąż jeszcze istnieje szereg problemów w zakresie ich właściwego pomiaru i prezentacji w sprawozdaniach spółek, pomimo iż podejmowane są inicjatywy mające usystematyzować tę kwestię oraz umożliwić wypracowanie wspólnych narzędzi i metod mierzenia oraz prezentacji aktywów niefinansowych.

Jednym z takich przykładów³⁵⁸ może być propozycja stworzenia bilansu kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa (*Intellectual Capital Balance Sheet*)³⁵⁹, karty wyników kapitału intelektualnego (*Knowledge Capital Scoreboard*)³⁶⁰ czy też indeksu tworzenia wartości (*Value Creation Index*)³⁶¹. Tak długo jednak, jak metodologia i narzędzia dotyczące aktywów niefinansowych nie uzyskają szerszego konsensusu, ujmowanie tych aktywów w raportach przedsiębiorstw nie będzie powszechne³⁶², co więcej, może budzić uzasadnione obawy (zarówno ze strony sporządzających sprawozdania czy też ich odbiorców)³⁶³.

³⁵⁸ Narzędzi i koncepcji mierzenia aktywów niematerialnych, kapitału intelektualnego jest oczywiście znacznie więcej. Por. chociażby K.E. Sveiby, *Measuring Models for Intangible Assets and Intellectual Capital*, 2001-2005, <http://www.sveiby.com>, gdzie przedstawione są 34 takie metody. Por. Także Dudycz T., op. cit., s. 215-234.

³⁵⁹ Por. Leadbeater C., op. cit., s. 27.

³⁶⁰ Por. Mintz S.L., *Seeing is believing. A Better Approach To Estimating Knowledge Capital*, CFO, Vol. 15, Issue 2, February 1999, Mintz S.L., *CFO's Second Annual Knowledge Capital Scoreboard: A Knowing Glance*, February 1, 2000, <http://www.cfonet.com>, Mintz S.L., *The Third Annual Knowledge Capital Scoreboard: Treasures Revealed*, CFO, April 1, 2001.

³⁶¹ Indeks tworzenia wartości (*Value Creation Index, VCI*) autorstwa Cap Gemini Ernst & Young wyznaczany jest na bazie kluczowych czynników niefinansowych tworzenia wartości rynkowej zidentyfikowanych przez tę firmę. Do czynników tych zaliczyć można m.in. innowację, jakość, relacje z klientami, zarządzanie, alianse, technologię, wartość marek, relacje z pracownikami oraz ekologię i relacje społeczne. Indeks ten scala powyższe kategorie (po uprzednim opracowaniu dla nich mierników, wystandaryzowaniu i zważeniu, przy czym im większy związek danego czynnika z wartością rynkową przedsiębiorstwa, tym większa waga) w jedną wartość, która reprezentuje stopień efektywności przedsiębiorstwa w zakresie kluczowych czynników niefinansowych tworzenia wartości. Według analizowanych badań, VCI jest silnie skorelowany z wartością rynkową przedsiębiorstwa (korelacja rzędu 0,7). Por. Low J., *The value creation index*, Cap Gemini Ernst & Young, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1, No. 3, 2000, s. 254-256 oraz Kalafut P., Low J., *The value creation index: quantifying intangible value*, *Strategy and Leadership*, 29.05.2001.

³⁶² Jednym z bardziej znanych przykładów raportowania aktywów niematerialnych jest Nawigator firmy Skandia. Nawigator ten bazuje na wcześniej omawianych w rozdziale II.1.2. Czynniki wtórne, monitorze aktywów niematerialnych (IAM) K.E. Sveiby'ego oraz strategicznej karcie wyników (BSC) R.S. Kaplana, D.P. Nortona. Por. Sveiby K.E., *Skandia AFS Business Navigator*, <http://www.sveiby.com> i <http://www.skandia.com>.

³⁶³ I tak np. przeciwnicy ujmowania aktywów niefinansowych w bilansie argumentują, że rachunkowość finansowa nie została stworzona z myślą o raportowaniu tego typu wartości – historyczny cel to udostępnianie wiarygodnych danych o transakcjach z trzecimi podmiotami. Aktywowanie kosztów związanych z aktywami niematerialnymi lub ujmowanie tych aktywów w bilansie wartościach rynkowych, może przyczynić się do spadku wiarygodności tego sprawozdania. Por. CICA, op. cit.

Biorąc pod uwagę fakt, że dane zawarte w sprawozdaniach oraz budowane przy ich wykorzystaniu wskaźniki finansowe nie wystarczają do oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstwa i wyjaśnienia zmian jego wartości wewnętrznej, próby takie należy uznać za zasadne.

Jak wykazują w swoich badaniach B. Lev i P. Zarowin³⁶⁴ miary, takie jak zyski, przepływy czy wartość księgowa, w mniejszym stopniu wyjaśniają kształtowanie się cen rynkowych akcji niż to miało miejsce kiedyś³⁶⁵. Podobne wnioski przedstawia raport PricewaterhouseCoopers³⁶⁶, w którym stwierdza się, że zmiany zysku na akcję, rentowności kapitałów własnych, zysku operacyjnego skorygowanego o amortyzację czy spreadu ekonomicznego (rozumianego jako wartość dodana, tj. zysk netto minus koszt kapitału własnego) są mało przydatne do mierzenia efektywności inwestycji w krótkim okresie (niska korelacja z całkowitym zwrotem dla akcjonariuszy)³⁶⁷.

Z drugiej strony firma PricewaterhouseCoopers sama wykorzystuje w swojej koncepcji *Value Web*³⁶⁸ wskaźniki finansowe, takie jak wzrost przychodów, marża zysku netto, spread ekonomiczny czy model Altmana, do uzyskania zbilansowanego obrazu wartości, efektywności przedsiębiorstw, ograniczając czynniki niefinansowe do zaledwie jednego – wartości netto aktywów niefinansowych (lub wartości rynkowej kapitałów do tych aktywów).

³⁶⁴ Por. Leadbeater C., op. cit., s. 32.

³⁶⁵ Lev B. opracował koncepcję *Knowledge Capital Scoreboard* (karty wyników kapitału intelektualnego, w której przedstawia wskaźniki oparte na kapitale wiedzy, tj. *Knowledge Capital Earnings* [$KCE = \text{annual normalized earnings} - (\text{tangible assets} \times \text{aftertax expected return} + \text{financial assets} \times \text{aftertax expected return})$], gdzie za "aftertax expected return" przyjmowane jest dla aktywów materialnych 7%, a dla niefinansowych 4,5%] oraz *Knowledge Capital* [$KC = KCE / \text{expected rate of return for knowledge assets}$, przy czym za tą ostatnią przyjmuje 10,5%]. Lev jest także zwolennikiem ujmowania aktywów niefinansowych w sprawozdaniach przedsiębiorstwa. Wg opinii innych autorów może to jednak prowadzić do manipulacji danymi księgowymi. Por. Mintz S.L., *Seeing...*, wyd. cyt., Mintz S.L., *CFO's...*, wyd. cyt. oraz Mintz S.L., *The Third...*, wyd. cyt.

³⁶⁶ Por. PWC, *Balancing risk and value. Corporate Value Report 2005*, <http://www.pwc.com>, s. 8.

³⁶⁷ Należy jednak zaznaczyć, że powyższe badania dotyczą głównie sfery powiązania wyników przedsiębiorstwa z jego wartością rynkową lub zwrotem na akcję. Głównym przedmiotem rozważań w niniejszej pracy są natomiast kluczowe czynniki wartości, siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, która (jak już wspomniano wielokrotnie) ze względu na występujące ograniczenia na rynku kapitałowym (komunikacyjne, percepcyjne itp.) nie musi znaleźć pełnego odzwierciedlenia w wartości rynkowej podmiotu. Por. np. rozdział I.2. Pojęcie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Można również znaleźć badania, które nie potwierdzają przedstawionych powyżej wniosków. Np. D. Collins, E. Maydew i I. Weiss stwierdzili, że wpływ, jaki wywierają zyski i wartość księgowa na wartość rynkową przedsiębiorstwa pozostał silny i nie zmniejszył się w okresie 1953-1993. Także badania J. Francis i K. Schipper oraz K. Ely i G. Waymire'a nie potwierdziły zanikania relacji między tymi czynnikami. Por. Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., op. cit., s. 193.

³⁶⁸ Por. PWC, *Corporate Value Report 2003*, <http://www.pwc.com>, s. 5 i 6 oraz por. PWC, *Balancing...*, wyd. cyt., s. 6 i 7.

Sytuacja ta może być wynikiem trudności w pozyskiwaniu danych odnośnie czynników niematerialnych. O ile bowiem dla czynników finansowych istnieją już długie tradycje raportowania i opracowane są metodologie ich pomiaru (istnieje też w tym zakresie pewien konsensus), o tyle w przypadku danych niefinansowych informacje mają charakter danych opisowych, jakościowych, często nieujednoliconych, sprawiających trudności w weryfikacji i w porównywaniu³⁶⁹. Istnieje zatem potrzeba standaryzacji danych niefinansowych oraz implementacji rozwiązań (takich jak np. XBRL – *eXtensive Business Reporting Language*) w celu efektywnego przetwarzania informacji.

Dane zawarte w standardowych sprawozdaniach finansowych trudno więc uznać za wystarczającą podstawę do określenia wartości i siły fundamentalnej spółki. Zawierają one jedynie część niezbędnych informacji (głównie historycznych danych finansowych), a do dokonania wszechstronnej oceny przedsiębiorstwa niezbędne jest także posiadanie informacji prospektywnych oraz tych dotyczących zarządzania ryzykiem i posiadanych przez spółkę aktywów niefinansowych.

Informacje ujawniane przez spółki, to zatem zaledwie czubek góry lodowej ważnych informacji o przedsiębiorstwie. Jak słusznie zauważa AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) „sprawozdania finansowe tracą na znaczeniu, ponieważ nie są zorientowane na przyszłość i nie podają informacji opartych na wartości. [...] Aby wychodzić naprzeciw zmieniającym się potrzebom użytkowników, sprawozdawczość gospodarcza musi: dostarczać więcej informacji o planach, możliwościach, ryzyku i niepewności, skupiać się bardziej na czynnikach tworzących długoterminową wartość, w tym na miernikach niefinansowych określających powodzenie kluczowych procesów gospodarczych, [oraz] lepiej korelować informacje podawane zewnętrznie z informacjami podawanymi wewnątrznie kierownictwu do celów zarządczych”³⁷⁰.

Istnieje zatem zapotrzebowanie na rzetelny i przejrzysty zakres opisowy raportów, nie ograniczający się jedynie do analizy danych finansowych, ale uwzględniający czynniki tworzenia wartości, informacje natury miękkiej, jakościowej, trudno mierzalne. Chodzi także o wyrobienie pewnej atmosfery

³⁶⁹ W opinii zarządzających (badanie dotyczyło branży high-tech, por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 129) systemy wewnętrzne uzyskują wysoką ocenę jedynie w kontekście raportowania danych finansowych, w przypadku wewnętrznych danych niefinansowych – średnią, a niską, gdy sprawa dotyczy czynników z otoczenia zewnętrznego spółki.

³⁷⁰ AICPA, Preliminary report of the Special Committee on Financial Reporting, New York 1992 za: Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 276.

transparentności, kompletności oraz wiarygodności polityki informacyjnej spółki, która nie jest oparta na przymusie. Kształt i zawartość rocznego raportu powinny odpowiadać oczekiwaniom interesariuszy, przy uwzględnieniu przez władze spółki obiektywnych ograniczeń. Przedsiębiorstwa muszą uwierzyć i przekonać się, że taka polityka będzie korzystnie wpływała na ich wizerunek oraz wartość.

Do czynników wywierających wpływ na zmianę kształtu dotychczasowych raportów zaliczyć można czynniki³⁷¹:

- ekonomiczne (globalizacja, demokratyzacja własności, konkurencja, zogniskowanie na tworzenie wartości, zmiany w naturze aktywów biznesowych – wzrost roli aktywów niematerialnych i prawnych),
- technologiczne (komputeryzacja, internet itp.),
- społeczne (decentralizacja, spadek zaufania, większa aktywność procesowa, zaangażowanie pośredników, presja czasu, wzrost znaczenia działalności prospołecznej),
- państwowe i polityczne (zmiany ideowe – kierunek konkurencyjność z jednoczesnym utrzymaniem opiekuńczości państwa, respektowanie praw człowieka),
- organizacyjne (zmiany w organizacji przedsiębiorstw, ich zarządzaniu – alianse, outsourcing itp.).

Czynniki te powodują wzrost liczby odbiorców informacji oraz kreują coraz większe potrzeby informacyjne.

Raporty roczne podlegają zmianom w czterech płaszczyznach³⁷²:

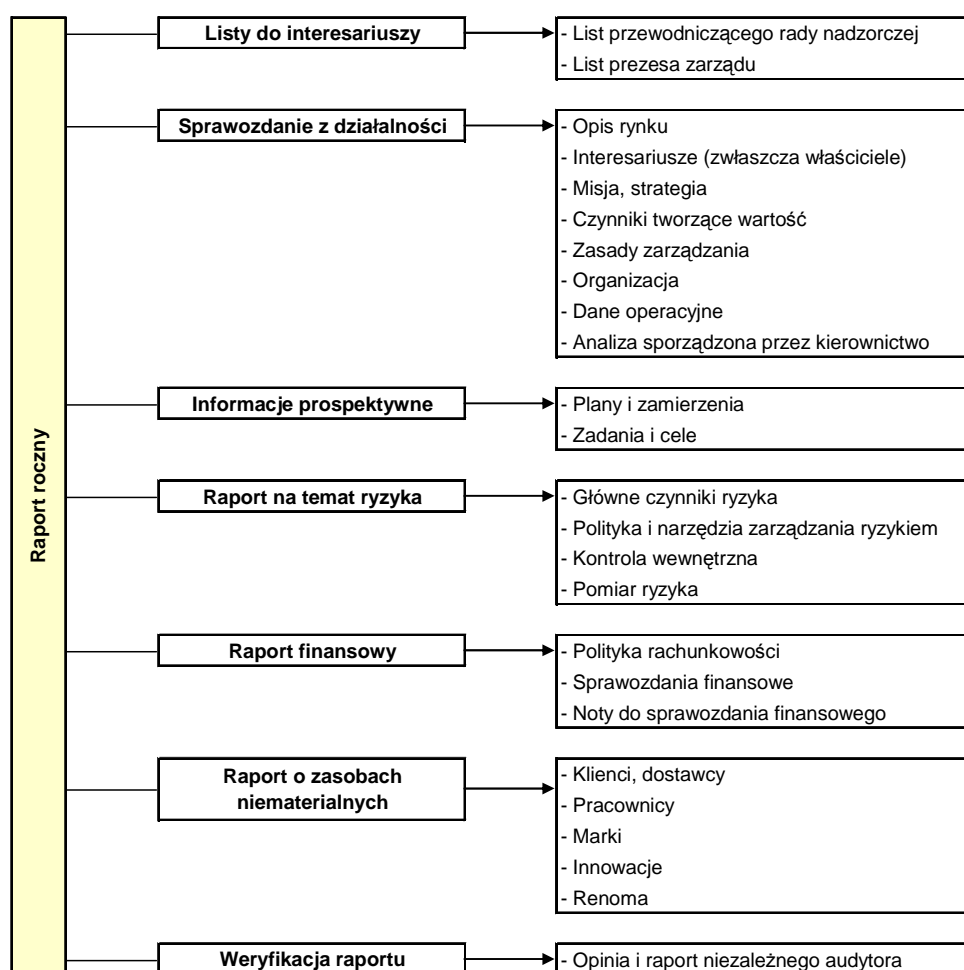
- informacje finansowe uzupełniane są informacjami niefinansowymi,
- informacjom liczbowym towarzyszą informacje opisowe,
- zakres publikowanych danych nie wypełnia tylko wymogów prawnych, ale zawiera także ujawnienia dobrowolne,
- raporty nie koncentrują się wyłącznie na historycznych wynikach, ale dostarczają również danych prognostycznych.

Przykład raportu z działalności przedsiębiorstwa wg rozszerzonej formuły przedstawiono na rysunku 4.5.

³⁷¹ Por. FASB, op. cit., s. 21-24.

³⁷² Por. Marcinkowska M., Roczny..., wyd. cyt., s. 9.

Struktura raportu rocznego przedsiębiorstwa



Źródło: Marcinkowska M., Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 77.

Nowa, rozszerzona formuła raportów, a przede wszystkim ich zindywidualizowany charakter może jednak paradoksalnie stać się ich wadą. Prowadzić może bowiem do trudności w porównywaniu danych między przedsiębiorstwami oraz do problemów w zapewnieniu niezbędnej jakości danych, w tym w szczególności danych prospektywnych (chodzi m.in. o brak sprawdzalności).

Jak pokazują badania PricewaterhouseCoopers użytkownicy raportów nie wyrażają poparcia dla jednego, ujednoliczonego dla wszystkich przedsiębiorstw modelu raportu (wolę taką wyrażało zaledwie 10% ankietowanych)³⁷³. Dużo większym poparciem cieszył się pomysł wprowadzenia ujednoliczonych sprawozdań w ramach poszczególnych sektorów – opowiadało się za nim około 50% inwestorów

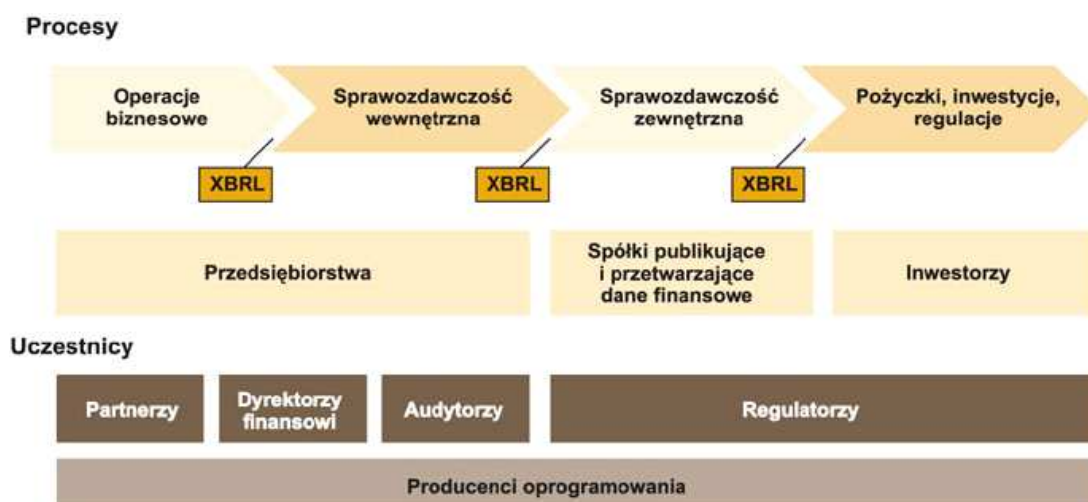
³⁷³ Por. PWC, Performance..., wyd. cyt., s. 28, 29.

i analityków, przy zaledwie 30% pracowników. Istnieje jednak zgodność co do tego, że nie powinno się pozostawiać zarządowi zbyt dużych możliwości swobodnego kształtowania formuły raportu.

Posiadanie odpowiednich informacji nie jest celem samym w sobie. Informacje te trzeba bowiem efektywnie przetworzyć i przeanalizować. W tym celu trwają prace nad stworzeniem ujednoliconego elektronicznego standardu raportowania finansowego – XBRL (*eXtensive Business Reporting Language*, por. rys. 4.6)³⁷⁴. Ma on zautomatyzować proces sprawozdawczy, ustandaryzować raporty, umożliwić przetwarzanie danych jakościowych (opisowych). Jest to język projektowany jako otwarty, wolny od opłat licencyjnych standard. Korzyści, jakie ma przynieść, to m.in. zautomatyzowanie przetwarzania danych (uniknięcie czasochłonnego, ręcznego wprowadzania danych i związanych z tym ewentualnych błędów, tym samym także poprawa jakości informacji oraz skrócenie czasu na przesłanie i analizę danych), obniżenie kosztów, możliwości pracy z danymi finansowymi niezależnie od języka używanego w danym kraju i wykorzystywanych standardów rachunkowości, możliwość elastycznej, zależnej od potrzeb i celów, selekcji, analizy i prezentacji danych³⁷⁵.

Rysunek 4.6

XBRL i sprawozdawczość finansowa



Źródło: Hojda M., Piechocki M., XBRL informatyczny język biznesu, CFO Magazyn Finansistów, <http://cfo.cxo.pl>.

³⁷⁴ XBRL jest już wykorzystywany w Polsce przez NBP dla raportowania wyników banków, a do jego wprowadzenia przygotowuje się m.in. Monitor Polski B oraz KNF (dla rynku kapitałowego).

³⁷⁵ Por. Hojda M., Piechocki M., XBRL informatyczny język biznesu, CFO Magazyn Finansistów, <http://cfo.cxo.pl> oraz Remisiewicz M., Nowe technologie w relacjach inwestorskich, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), wyd. cyt., s. 603.

W kolejnych podrozdziałach skupiono się na kwestii zapewnienia właściwych standardów przekazywanych danych, ograniczenia luki informacyjnej, a co za tym idzie zmniejszenia luki wartości dzięki wprowadzeniu w przedsiębiorstwach zasad ładu korporacyjnego oraz rozwiązań z zakresu value reporting.

4.1.2. Wiarygodność informacji przekazywanych przez przedsiębiorstwa

Bardzo ważne w ocenie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa jest zrozumienie jego istoty i natury. Należy dążyć do uchwycenia powtarzalnej działalności (aby eliminować zdarzenia jednorazowe), do uwzględnienia spółek zależnych, powiązań oraz transferów wewnętrznych. Trzeba rozróżnić zapisy księgowe od faktycznych wpływów, wydatków oraz uchwycić wpływ zmian w stosowanej polityce rachunkowości na raportowane wartości.

Do wnioskowania o sile fundamentalnej przedsiębiorstwa i czynnikach ją kształtujących niezbędne jest więc posiadanie wiarygodnej informacji.

Zgodnie z ustawą o rachunkowości przekazywane przez spółki informacje, a co za tym idzie również sprawozdawczość, powinny rzetelnie i jasno przedstawiać sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy przedsiębiorstwa³⁷⁶. W tym celu sporządzone sprawozdania powinny być zgodne z takimi zasadami rachunkowości, jak: zasada treści ekonomicznej, zasada ciągłości i porównywalności, zasada kontynuacji, zasada memoriału i współmierności, zasada ostrożności oraz zasada istotności³⁷⁷.

³⁷⁶ Jest to odpowiednik angielskiej zasady *true and fair view*. Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, wyd. cyt., art. 4 ust. 1.

³⁷⁷ Zasada treści ekonomicznej stwierdza, że zdarzenia oraz wszelkie operacje gospodarcze powinno ujmować się w księgach rachunkowych i wykazywać w sprawozdaniu finansowym zgodnie z ich treścią ekonomiczną.

Zasada ciągłości i porównywalności określa, że przyjętą politykę rachunkowości należy stosować w sposób ciągły, tak aby dane w poszczególnych okresach były ze sobą porównywalne.

Zasada kontynuacji wskazuje, że przy stosowaniu przyjętej polityki rachunkowości przyjmuje się założenie, że jednostka będzie kontynuowała w dającej się przewidzieć przyszłości działalność w niezmińszonym istotnie zakresie, bez postawienia jej w stan likwidacji lub upadłości, chyba że jest to niezgodne ze stanem faktycznym lub prawnym.

Zasada memoriału i współmierności zakłada, że w księgach rachunkowych należy ująć wszystkie osiągnięte przychody i związane z nimi koszty dotyczące danego roku obrotowego, niezależnie od terminu ich zapłaty, a dla zapewnienia współmierności przychodów i związanych z nimi kosztów do aktywów lub pasywów danego okresu sprawozdawczego zaliczane będą koszty lub przychody dotyczące przyszłych okresów oraz przypadające na ten okres sprawozdawczy koszty, które jeszcze nie zostały poniesione.

Zasada ostrożności stwierdza, że składniki aktywów i pasywów powinny być wyceniane z zachowaniem ostrożnego podejścia, dotyczy to także ustalania wyniku finansowego.

Zasada istotności wskazuje, że określając politykę rachunkowości należy zapewnić wyodrębnienie w rachunkowości wszystkich zdarzeń istotnych do oceny sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyniku finansowego jednostki, przy zachowaniu zasady ostrożności.

Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, wyd. cyt., art. 4, ust. 2, art. 5 ust. 1 i 2, art. 6, art. 7, art. 8 ust. 1.

Informacje powinny być także kompletne, a więc obejmować możliwie szeroki aspekt funkcjonowania przedsiębiorstwa (ewentualne wyłączenia powinny zostać jasno i czytelnie wskazane), nie powinny zawierać błędów (niezamierzone pomyłki), a także być prezentowane w sposób regularny.

Okazuje się jednak, iż spełnienie powyższych zasad rachunkowości nie eliminuje różnic w sposobie ujmowania przez poszczególne przedsiębiorstwa podobnych zjawisk gospodarczych, prezentowania majątku i źródeł jego finansowania oraz uzyskiwanych wyników finansowych, co zakłóca proces identyfikacji siły fundamentalnej podmiotów.

Dzieje się tak, ponieważ systemy rachunkowości zostawiają pewną swobodę spółce w ujmowaniu zjawisk gospodarczych, tj. możliwość prowadzenia polityki rachunkowości³⁷⁸. Sprzyjają temu też istniejące w prawie luki, sfery nie objęte regulacjami. Dodatkowo pojawia się jeszcze kwestia niejednoznaczności regulacji prawnych.

Przedsiębiorstwa mają więc realną możliwość wpływania na kształt swoich sprawozdań i każde z nich z tej możliwości korzysta, m.in. przez tworzenie czy rozwiązywanie rezerw, przyjmowane stawki amortyzacyjne, wycenę składników aktywów i pasywów, rozliczenia kosztów i przychodów w czasie, tworzenie holdingów i odbywające się w ich ramach transakcje.

Sprawozdanie finansowe jest zatem wypadkową połączenia interesów sporządzającego z oczekiwaniami adresata oraz wymogami litery prawa. Prowadzenie takiej polityki nazywane jest często kreatywną rachunkowością. Nie jest jednak ona tożsama z podejmowaniem działań niezgodnych z prawem (rachunkowością agresywną)³⁷⁹.

Jak wskazuje raport Jenkinsa³⁸⁰, około 78% badanych użytkowników raportów zgodziło się ze stwierdzeniem, że sprawozdania finansowe spółek przedstawiają podmiot w możliwie najlepszym świetle. Badania PricewaterhouseCoopers³⁸¹

³⁷⁸ Polityka rachunkowości to „wybrane i stosowane przez jednostkę rozwiązania dopuszczone ustawą, w tym także określone w MSR, zapewniające wymaganą jakość sprawozdań finansowych” – tamże, art. 3, ust. 1, pkt 11.

³⁷⁹ Por. Świdarska M., Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji dla identyfikacji ryzyka działalności gospodarczej, w: Mączyńska E. (red.), *Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, Materiały i prace IFGN, SGH, tom XCII, s. 103.

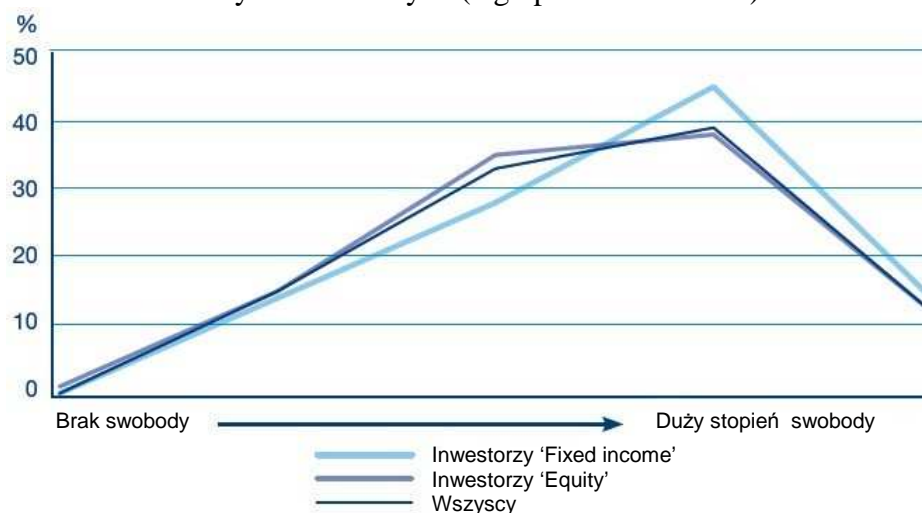
³⁸⁰ Por. AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus. Meeting the Information Needs of Investors and Creditors (The Jenkins Report)*, 1994, <http://www.aicpa.org>, s. 85.

³⁸¹ Por. PWC, *Corporate Reporting. Is...*, wyd. cyt., <http://www.corporatereporting.com>, s. 10 i 11 oraz PWC, *Communicating the Value of Your Investment Management Business*, <http://www.pwc.com>, s. 11.

potwierdzają dodatkowo, że zarządzający posiadają znaczną swobodę w kształtowaniu oraz prezentacji publikowanych danych finansowych (por rys. 4.7) – stwierdziło tak około 90% ankietowanych inwestorów i 70% analityków (przy czym około 60% zarządzających było przeciwnego zdania).

Rysunek 4.7

Stopień swobody w kształtowaniu przez zarządzających publikowanych danych finansowych (wg opinii inwestorów)



Źródło: Por. PWC, Corporate Reporting. Is it what investment professionals expect?, September 2007, <http://www.corporatereporting.com>, s. 11.

Z kolei rachunkowość agresywna, rachunkowość nieuczciwa, łamiąca przepisy prawne³⁸², pojawia się często jako wynik błędnych decyzji, nieudanych przedsięwzięć czy chęci odniesienia korzyści ekonomicznej przez zarządzających³⁸³. Jest ona głównie ukierunkowana na sztuczne zawyżanie zysków, standingu finansowego przedsiębiorstwa, a tym samym jego wartości. I choć dane te nie znajdują potwierdzenia w rzeczywistości, są na ogół źródłem realnych korzyści osiąganych przez menedżerów takich spółek³⁸⁴. Część przedsiębiorstw ucieka się także do takich czynności, jak unikanie prezentowania danych (chodzi tu głównie o informację dodatkową), ich tendencyjny wybór czy też zatajanie faktów niekorzystnych dla jednostki.

³⁸² Oczywiście działania takie są karalne. Sankcje przewiduje chociażby UoR, Kodeks Karny, Kodeks Karno-Skarbowy i inne przepisy. Zaznaczyć jednak trzeba, że udowodnienie winy bywa bardzo trudne, procesy są długotrwałe, a odpowiedzialność osób często ulega rozmyciu.

³⁸³ Jako inne przyczyny wymienić można także czynniki, takie jak: ambicja, strach zarządzających, wiara w szybkie poprawienie negatywnych wyników (wiara, że kryzys nie wyjdzie na jaw), mylnie postrzegane próby ochrony wizerunku spółki, propaganda sukcesu itp.

³⁸⁴ Por. Mączyńska E., To zwykła defraudacja, <http://www.centrumwiedzy.edu.pl>.

Agresywna rachunkowość, poprzez podawanie fałszywych informacji dotyczących sytuacji bieżącej i perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa, powoduje niewłaściwą ocenę jego siły fundamentalnej oraz wartości. Z czasem dochodzi do utraty zaufania inwestorów do rynku kapitałowego, obniżenia jego efektywności, co powoduje wzrost ryzyka inwestycyjnego i przekłada się na wzrost kosztu kapitału.

I tak po szeregu światowych skandali³⁸⁵, nastąpiło osłabienie zaufania do niemalże wszystkich profesjonalnych uczestników rynku: audytorów, maklerów i analityków giełdowych oraz podmiotów kontrolujących rynek. Proces odbudowywania utraconej reputacji jest mozolny i długotrwały. Grono poszkodowanych nie ogranicza się tylko i wyłącznie do właścicieli przedsiębiorstw, ale jest dużo szersze i obejmuje wierzycieli, pracowników, dostawców, odbiorców oraz inne grupy interesariuszy.

Jak jednak pokazują badania CFRA (Center for Financial Research and Analysis)³⁸⁶, tradycyjne techniki analizy fundamentalnej (analiza sprawozdań finansowych, informacji dodatkowej, przy wykorzystaniu danych zarówno ilościowych, jak i jakościowych oraz publicznie dostępnych informacji) pozwalają we wprawnych rękach analityka na identyfikację przedsiębiorstw z operacyjnymi problemami oraz tych, które wykorzystują w celu ukrycia problemów niecodzienne techniki finansowe i agresywną rachunkowość³⁸⁷.

³⁸⁵ Najgłośniejsze przypadki fałszowania sprawozdań bądź podejrzeń o taką praktykę dotyczyły m.in. takich firm, jak: Enron, WorldCom, Xerox, Daewoo, Tyco Int., Aegon, Global Adelpia Communications, Gascarter, Vivendi, Parmalat, InClone, Quest, Health South, Ahold, SeibuGroup, Flowtext. Por. Wąsowski W., *Kreatywna rachunkowość. Fałszowanie sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2005, s. 7 oraz Gajewska-Jedwabny A., *op. cit.*, s. 452-454.

³⁸⁶ Por. Fairfield P.M., Whisenant J.S., *Using fundamental analysis to assess earning quality: Evidence from the Center for Financial Research and Analysis*, *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol. 16, No. 4, Fall 2001.

³⁸⁷ Badanie CFRA przeprowadzone w latach 1994-1997, obejmujące 373 przedsiębiorstwa, ujawniło, że w przedsiębiorstwach, dla których wydano w oparciu o analizę fundamentalną niekorzystne rekomendacje, obserwowano obniżenie efektywności finansowej – średnia wartość ROA spadła o 3 p.p. (mediana o 2 p.p.) w ciągu roku od wydania raportu. Także zmiany EPS, marży zysku czy obrotowości aktywów potwierdzają powyższą tendencję.

CFRA zwraca także uwagę na istotność takich informacji w procesie analizy fundamentalnej, jak: notatki prasowe, informacje zawarte w stopkach, oświadczenia, listy, dyskusje i analizy zarządu, raport audytora. CFRA stwierdza również, że analiza fundamentalna pozwala ujawnić 7 „sztuczek” rachunkowych, tj.: zbyt szybkie księgowanie przychodów, księgowanie fałszywych przychodów, podbijanie zysków zdarzeniami jednorazowymi, przerzucanie kosztów obecnego okresu na dalsze lata, braki w księgowaniu, ujawnianiu wszystkich zobowiązań, przerzucanie przychodów obecnego okresu na dalsze lata oraz przerzucanie kosztów przyszłych okresów na okres obecny.

Por. tamże, s. 2, 5 i 25.

Wagę wiarygodności dostarczanych przez przedsiębiorstwa informacji podkreślają także podmioty kontrolujące rynek kapitałowy. I tak np. KPWiG (obecnie KNF) wyraziła głębokie zaniepokojenie ewentualnymi nieprawidłowościami w prezentowaniu wyników finansowych przez spółki publiczne oraz możliwością stosowania przez nie niezgodnych z obowiązującymi przepisami zabiegów księgowych mających na celu poprawę obrazu sytuacji finansowej. KPWiG zaleciła także, aby zarządy i rady nadzorcze dokonały oceny prawidłowości sporządzania raportów okresowych oraz przedstawiły stanowisko, czy zamieszczane w nich informacje są rzetelne, prawidłowe i rzeczywiste, oraz czy sprawozdania zostały sporządzone i zaprezentowane zgodnie z wymogami właściwych przepisów, a także czy spółka nie stosowała jakichkolwiek zabiegów księgowych mających na celu sztuczne poprawienie sytuacji finansowej³⁸⁸.

Do poprawy jakości sprawozdań finansowych przyczynić ma się też obowiązek badania sprawozdań przez biegłych rewidentów. Wymóg ten nie dotyczy jednak wszystkich spółek³⁸⁹. Przepisy nie wymagają także, aby ogłaszać raport z badania biegłych w Monitorze Polskim B czy Krajowym Rejestrze Sądowym, na co zwracano uwagę w rozdziale IV.1.1. Zakres obowiązkowych ujawnień. Publikacja obejmować musi tylko opinię z badania, a więc bardzo mały wycinek raportu. Choć szerszy zakres badania pozostaje często niedostępny dla inwestora, nie oznacza to, że badanie nie przyniosło należytych efektów – błędy czy niedociągnięcia mogły zostać

³⁸⁸ Por. uchwała nr 586 KPWiG z dnia 13 sierpnia 2002 r. w sprawie prezentacji przez spółki publiczne wyników finansowych w raportach okresowych przekazywanych do publicznej wiadomości. Należy zaznaczyć, że uchwała nie stanowi przepisu prawa, lecz jest wyrazem opinii KPWiG w danej kwestii.

³⁸⁹ Badaniu podlegają roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe grup kapitałowych, a także roczne sprawozdania finansowe kontynuujących działalność: banków oraz zakładów ubezpieczeń, jednostek działających na podstawie przepisów o obrocie papierami wartościowymi oraz przepisów o funduszach inwestycyjnych, jednostek działających na podstawie przepisów o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, spółek akcyjnych, z wyjątkiem spółek będących na dzień bilansowy w organizacji. Badaniu podlegają także pozostałe jednostki, jeśli w poprzedzającym roku obrotowym, za który sporządzono sprawozdania finansowe, spełniły co najmniej dwa z następujących warunków: a) średnioroczne zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty wyniosło co najmniej 50 osób, b) suma aktywów bilansu na koniec roku obrotowego stanowiła równowartość w walucie polskiej co najmniej 2 500 000 EUR, c) przychody netto ze sprzedaży towarów i produktów oraz operacji finansowych za rok obrotowy stanowiły równowartość w walucie polskiej co najmniej 5 000 000 EUR. Dodatkowo badaniu podlegają sprawozdania finansowe spółek przejmujących i spółek nowo zawiązanych, sporządzone za rok obrotowy, w którym nastąpiło połączenie, a także roczne sprawozdania finansowe jednostek sporządzone zgodnie z MSR. Badaniem objęte są również roczne połączone sprawozdania finansowe funduszy inwestycyjnych z wydzielonymi subfunduszami oraz roczne sprawozdania jednostkowe subfunduszy. Por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, wyd. cyt., art. 64.

bowiem wykryte i poprawione, a zawarte w sprawozdaniu dane powinny być obciążone mniejszym ryzykiem nieprawidłowości³⁹⁰.

Użytkownicy sprawozdań cenią sobie fakt badania raportów przez biegłych (co potwierdza chociażby raport Jenkinsa³⁹¹) i to pomimo iż część z nich wyraża wątpliwości co do niezależności audytu. Dzieje się tak przynajmniej z trzech powodów, tj.:

- procedury wykonywane w ramach audytu uwiarygodniają i sprawdzają poprawność danych,
- audytorzy są często źródłem usprawnień w spółkach,
- audyt dyscyplinuje zarząd i wymusza stosowanie niezbędnych standardów.

Kolejnym ważnym czynnikiem powodującym różnice w ujmowaniu zjawisk gospodarczych przez przedsiębiorstwa są istniejące na świecie różne modele i standardy sprawozdawczości powstałe na bazie odmiennych uwarunkowań kulturowych, politycznych, prawnych i gospodarczych (por. tabela 4.1).

Fakt ten ma istotne znaczenie dla inwestorów i analityków. Powoduje bowiem trudności w porównywaniu danych między podmiotami stosującymi różne standardy rachunkowości, a także utrudnienia w analizowaniu danych z okresów historycznych w przypadku zmiany przez spółkę stosowanych standardów³⁹². Stwarza tym samym problemy w identyfikacji rzeczywistej siły fundamentalnej przedsiębiorstw.

³⁹⁰ Jak pokazują badania przeprowadzone przez B. Gul (lata 1998-2000) oraz gazetę Parkiet (lata 2001-2002) nie brakuje na polskim rynku opinii negatywnych czy z zastrzeżeniami (opinie około 25% podlegających badaniu spółek giełdowych, głównie małych, zawierały takie zastrzeżenia). Co więcej, obydwa badania wykazują, że liczba zastrzeżeń ma ścisły związek z cyklem koniunkturalnym (ilość zastrzeżeń nasila się w czasach złej koniunktury). Zastrzeżenia dotyczyły głównie braku wskazań o zagrożeniu kontynuacji działalności, niewłaściwej wyceny składników majątkowych, nieutworzenia lub nieterminowego tworzenia rezerw. Por. Kuchciak M.T., Zastrzeżenia rosną, gdy w gospodarce dekonunktura, Parkiet, 12 luty 2004.

³⁹¹ Por. AICPA, op. cit.

³⁹² W polskich przedsiębiorstwach trwa obecnie stopniowe przechodzenie na MSR/MSSF (wcześniej znaczne zmiany w polityce rachunkowości wniosła nowelizacja UoR w 2002 r.). Wpływ wdrożenia MSR/MSSF jest widoczny m.in. w: kształtowaniu wyniku finansowego (także zysku/strat z lat ubiegłych na które odnosi się błędy podstawowe powstałe w wyniku przejścia na nowe standardy rachunkowości), wycenie aktywów i pasywów (odejście od kosztów historycznych na rzecz wartości godziwej i rynkowej), zmianie systemów informatycznych i raportowania przedsiębiorstwa, zmianach jego relacji z otoczeniem oraz przeobrażeniach rachunkowości zarządczej i planowania finansowego. Por. Kędzia P., op. cit.

Tabela 4.1

Charakterystyka głównych modeli rachunkowości

Cecha	Model anglosaski	Model Europy kontynentalnej
Środowisko społeczno-ekonomiczne		
Źródła kapitału	kapitał pozyskiwany głównie z giełd papierów wartościowych	kapitał dostarczany głównie przez sektor bankowy
Kultura	indywidualistyczna	zorientowana na państwo
System prawny	prawo zwyczajowe	kodeksy
System podatkowy	prawo podatkowe nie wpływa na rozwiązania prawa bilansowego	prawo bilansowe i podatkowe są ściśle powiązane
Wpływ organizacji na prawo bilansowe	silny	nieznaczny
Cele rachunkowości		
Informacje potrzebne użytkownikom do podejmowania decyzji		
Główni użytkownicy sprawozdań finansowych	przede wszystkim inwestorzy	kredytodawcy, władze podatkowe, inwestorzy
Zasady rachunkowości	rzetelna prezentacja, prymat zasady prawdziwego i rzetelnego obrazu	prymat zasady ostrożności i wpływ prawa podatkowego zmniejsza użyteczność sprawozdań
Zakres ujawnień	tendencja do większego zakresu ujawnień	tendencja do mniejszego zakresu ujawnień
Zakres polityki rachunkowości	niemal brak możliwości wyboru zasad uznawania i pomiaru	znaczna liczba możliwości wyboru zasad uznawania i pomiaru
Podstawa standardów rachunkowości	standardy zawierają bardzo szczegółowe normy i przepisy	standardy oparte na ogólnych zasadach i regułach
Podstawa wyceny aktywów i pasywów	ceny rynkowe i wartość godziwa	zasada nominalizmu, koszt historyczny
Ustalenie wyniku finansowego		
Podstawowe założenia	kalkulacja wyniku podporządkowana użyteczności decyzyjnej	ostrożna kalkulacja wyniku
Dominujące zasady	zasada prawdziwego i rzetelnego obrazu, dominacja zasady memoriałowej (współmierności)	zasada konserwatyzmu
Ograniczenia prawa w podziale zysku	brak ograniczeń	występują
Występowanie ukrytych rezerw	tendencja do tworzenia mniejszych ukrytych rezerw	tendencja do tworzenia większych ukrytych rezerw
System podatkowy		
Przenikanie się prawa podatkowego i bilansowego	brak związku między prawem podatkowym i bilansowym	wzajemny wpływ prawa podatkowego i bilansowego
Przykłady krajów	USA, Wielka Brytania, Australia, Irlandia, Kanada, Nowa Zelandia, Holandia, Singapur	Belgia, Niemcy, Francja, Grecja, Włochy, Portugalia, Szwajcaria, Japonia

Źródło: Por. Marcinkowska M., Rocznym raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 181, 182.

Badania przeprowadzone przez P. Ruttermana³⁹³ wskazują, że przy jednakowych wynikach z działalności zysk wykazany zostanie w 129 firmach

³⁹³ Por. Charkham J.P., Keeping good company. A study of corporate governance in five countries, Clarendon Press, Oxford 1994, s. 27, za: Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A., Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW, IBnGR, <http://www.pfcg.org.pl>, s. 7.

brytyjskich, 117 włoskich, 100 francuskich, 94 holenderskich i jedynie 89 niemieckich. Kolejne badanie, przeprowadzone w latach dziewięćdziesiątych, w którym menedżerowie z różnych krajów poproszeni zostali o ustalenie wysokości zysku księgowego na podstawie tych samych danych, ale w oparciu o lokalne standardy rachunkowości, potwierdza te wnioski (por. tabela 4.2)³⁹⁴.

Tabela 4.2

Poziom wyniku finansowego a standardy rachunkowości w poszczególnych krajach

Kraj	Zysk najbardziej prawdopodobny	Zysk maks.	Zysk min.	Spread
Belgia	135	193	90	103
Francja	149	160	121	39
Hiszpania	131	192	121	71
Holandia	140	156	76	80
Niemcy	133	140	27	113
Wielka Brytania	192	194	171	23
Włochy	174	193	167	26

Źródło: Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 51.

Jak widać wyniki finansowe w poszczególnych krajach wykazują znaczne różnicowanie, szczególnie w przypadku Wielkiej Brytanii i Włoch, gdzie zyski są zdecydowanie większe od przeciętnie obserwowanych (przy tych samych danych wyjściowych). W literaturze, jak i w praktyce gospodarczej, można znaleźć także inne przykłady znaczących różnic w ujmowaniu wyniku finansowego, kapitału własnego itp. w zależności od standardu rachunkowości, w jakim zostało sporządzone sprawozdanie³⁹⁵. Różnice te powinny jednak stopniowo zanikać, wraz z wprowadzaniem ujednoczonych standardów rachunkowości.

Uzupełniając powyższe rozważania o asymetrię informacji oraz brak możliwości weryfikacji uzyskiwanych danych, oczywistym staje się, że otrzymany obraz spółki z jej

³⁹⁴ Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 50 i 51.

³⁹⁵ Przykładowo:

- a) Daimler-Benz (obecnie Daimler-Chrysler) – wynik netto:
 - wg niemieckich standardów (HGB): 615 mln DEM (1993 r.), 95 mln DEM (1994 r.),
 - wg amerykańskich standardów (US GAAP): 1.839 mln DEM (1993 r.), 1.052 mln DEM (1994 r.),
- b) Siemens A.G. – wynik netto:
 - wg niemieckich standardów (HGB): 373 mln USD (1993 r.),
 - wg amerykańskich standardów (US GAAP): -1,1 mld USD (1993 r.).
- c) Glaxo-Wellcome – kapitał własny:
 - wg brytyjskich standardów (UK GAAP): 2.702 mln GBP (1998 r.), 3.142 mln GBP (1999 r.),
 - wg amerykańskich standardów (US GAAP): 8.007 mln GBP (1998 r.), 7.230 mln GBP (1999 r.).

Por. Marcinkowska M., Roczny..., wyd. cyt., s. 180 oraz Cwynar A., Cwynar W., Jak wdrażać EVATM w praktyce. Studium przypadków, część II, Controlling i Rachunkowość Zarządcza 12/2000.

sprawozdań, komunikatów i wysyłanych sygnałów jest tylko pewnym (lepszemu lub gorszym) przybliżeniem jej faktycznej sytuacji. Mamy więc do czynienia z dwoma rodzajami siły fundamentalnej: obiektywną (rzeczywistą) oraz antycypowaną przez rynek, co znajduje swoje odzwierciedlenie w różnicy między wartością przedsiębiorstwa postrzeganą przez osoby z jego wnętrza (osoby dysponujące pełnymi informacjami) a wartością postrzeganą przez rynek na podstawie dostępnych informacji (*value gap*).

Na konieczność podjęcia działań zmierzających do wypracowania niezbędnych standardów sprawozdań zwraca uwagę wiele instytucji³⁹⁶, w tym IFAC (International Federation of Accountants). W opublikowanym raporcie³⁹⁷ zaleca podjęcie lokalnych i międzynarodowych działań w celu poprawy wiarygodności raportów. W proces ten powinno zostać zaangażowane możliwe szerokie grono podmiotów, zarówno twórcy informacji, jak i jej dostarczyciele, audytorzy, komitety standardów, legislatorzy, banki, analitycy itp. Do kluczowych zadań IFAC zalicza m.in.³⁹⁸: usprawnienie efektywności zarządzania finansowego i kontroli, zredukowanie bodźców prowadzących do manipulacji danymi finansowymi, zwiększenie jakości i niezależności audytu, zaostrzenie regulacji z zakresu księgowości i sprawozdawczości, opracowanie kodów etycznych, kodeksów dobrych praktyk, standardów oraz monitorowanie ich implementacji i stosowania.

Oprócz korzyści dla interesariuszy, działania te powinny przynieść także wymierne korzyści przedsiębiorstwu, czy to w postaci wzrostu zaufania, reputacji spółki, a co za tym idzie zmniejszenia kosztu kapitału i zwiększenia dostępności kapitału, czy też w postaci wzrostu efektywności wewnętrznej podmiotu (dzięki poprawie komunikacji i kontroli oraz usprawnieniu procedur i procesów wewnętrznych).

W przypadku opracowywanych i wdrażanych ostatnio w wielu krajach kodeksów nadzoru korporacyjnego, poprawę wiarygodności informacji próbuje uzyskać się dzięki wytyczeniu dobrych praktyk w zakresie zwiększenia przejrzystości informacyjnej spółek, zapewnienia właściwego przebiegu walnego zgromadzenia, funkcjonowania zarządu i rady nadzorczej, jak również podniesienia wiarygodności audytu³⁹⁹.

³⁹⁶ M.in.: IASB (The International Accounting Standards Board), IFAC (The International Federation of Accountants), FSF (The Financial Stability Forum), IOSCO (The International Organization of Securities Commissions), OECD, Bank Światowy itd.

³⁹⁷ Por. Crow J., Aubin C., Kirtely O., Nakahira K., Ramsay I., Saucier G., Ward G., op. cit.

³⁹⁸ Por. tamże, s. 2-4.

³⁹⁹ Por. m.in. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2010), wyd. cyt. oraz Dzierżanowski M., Tamowicz P., op. cit.

Szczególnie ta ostatnia kwestia bywa przedmiotem kontrowersji. Pomimo bowiem, że w spółkach wyboru audytora dokonuje najczęściej rada nadzorcza, to wybór ten jest często iluzoryczny i polega de facto na zatwierdzeniu wcześniej już wytypowanego przez zarząd podmiotu. Często też audytorem przedsiębiorstwa zostaje spółka badająca sprawozdania inwestora dominującego.

Obok problemu wiarygodności informacji istnieje problem naruszeń praw akcjonariuszy oraz podmiotów współpracujących z przedsiębiorstwem. Znajdują one swoje źródła m.in. w⁴⁰⁰:

- braku możliwości efektywnego monitorowania menedżerów (np. sytuacje budowy przez menedżerów nadmiernie zdywersyfikowanych i nieefektywnych holdingów, nie ujawnianie lub wręcz zatajanie istotnych informacji itp.),
- konflikcie występującym między inwestorami dominującymi / instytucjonalnymi a inwestorami indywidualnymi / mniejszościowymi (np. transferowanie wartości poza spółkę poprzez opłaty, licencje, ceny transferowe, podejmowanie działań zmierzających do uniemożliwienia lub utrudnienia akcjonariuszom mniejszościowym wykonywania swoich praw poprzez odraczanie, opóźnianie terminów walnych zgromadzeń, kwestionowanie prawa głosu, próby rozwodnienia akcji itp.),
- naruszaniu rynkowych reguł realizacji transakcji z podmiotami zewnętrznymi.

Normy prawne okazują się często niewystarczające do zapewnienia odpowiedniej ochrony przed wspomnianymi zagrożeniami, dlatego też istotną rolę odgrywa etyka w biznesie i rozwój takich koncepcji, jak ład korporacyjny czy value reporting.

Komunikacja, ujawnianie informacji (przejrzystość) oraz właściwe relacje z interesariuszami, mają doprowadzić do wzrostu zaufania do przedsiębiorstwa (jak i rynku kapitałowego jako całości) oraz stworzyć dogodne warunki do oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstwa i wzrostu jego wartości.

4.1.3. Corporate governance

W niniejszym podrozdziale główny nacisk położony został na analizę wpływu corporate governance⁴⁰¹ na politykę informacyjną spółki. Ujawnianie informacji stanowi

⁴⁰⁰ Por. Tamowicz P., Dzierżanowski M., Biała księga nadzoru korporacyjnego, IBnGR, PFCG, Gdańsk 2002, <http://www.pfcg.org.pl>, s. 28-32.

⁴⁰¹ Termin ten nie doczekał się jednego, powszechnie akceptowanego odpowiednika w języku polskim. Najczęściej spotykane polskie odpowiedniki tego zwrotu to: nadzór właścicielski, nadzór

bowiem istotny aspekt ładu korporacyjnego, stwarzający niezbędne warunki do dokonania rzetelnej oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a tym samym do świadomego podejmowania decyzji przez inwestorów i minimalizacji różnicy między wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa a jego wartością rynkową (domykania luki wartości). Jest to szczególnie istotne w sytuacji rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich, przyczyniającej się do powstawania ograniczeń w pozyskiwaniu informacji przez właścicieli nie biorących czynnego udziału w zarządzaniu przedsiębiorstwem (asymetria informacji).

Należy także podkreślić wagę innych sfer nadzoru korporacyjnego, jak zasad przebiegu walnego zgromadzenia, funkcjonowania zarządu i rady nadzorczej, przeprowadzania audytu, ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, na kształtowanie dobrych relacji z otoczeniem, kreowanie pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa oraz stwarzanie warunków do wzrost jego wartości.

Celem corporate governance jest eliminacja i zapobieganie niepożądanym zachowaniom agentów oraz poszukiwanie stanu równowagi pomiędzy interesariuszami, który zapewni najlepsze warunki rozwoju przedsiębiorstwa⁴⁰².

Corporate governance można rozumieć jako system prawnych oraz ekonomicznych instytucji (formalnych i nieformalnych reguł działania) służących regulowaniu stosunków pomiędzy wszystkimi podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie korporacji (akcjonariuszy, kredytodawców, menedżerów, pracowników, dostawców itp.)⁴⁰³.

Zgodnie z wytycznymi organizacji OECD⁴⁰⁴ (do której od 1996 r. należy także Polska) jednym z kluczowych elementów poprawy efektywności gospodarowania i wzrostu zaufania inwestorów jest nadzór korporacyjny, wiążący się z istnieniem sieci relacji w spółkach między zarządzającymi, organami nadzorczymi, właścicielami oraz innymi grupami interesariuszy. Nadzór korporacyjny powinien zaoferować strukturę, za pośrednictwem której ustalane są cele spółki, środki ich realizacji oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki. Nadzór korporacyjny powinien w

korporacyjny, władztwo korporacyjne, ład korporacyjny. Różnorodność nazw wynika zarówno z problemów lingwistycznych związanych z tłumaczeniem terminu corporate governance, jak i interdyscyplinarności jego użycia. Część autorów używając np. terminu nadzór właścicielski zamiast nadzór korporacyjny zaznacza tym samym, na jakim stanowisku stoi w kwestii określenia celu istnienia przedsiębiorstwa: maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy czy wartości dla interesariuszy (korporacji). W rozprawie wszystkie powyższe terminy używane są zamiennie.

⁴⁰² Por. Tamowicz P., Dzierżanowski M., op. cit., s. 13.

⁴⁰³ Por. <http://www.pfcg.org.pl>.

⁴⁰⁴ Por. OECD, Zasady nadzoru korporacyjnego OECD, 2004, s. 11-14, <http://www.oecd.org>.

sposób właściwy stymulować organy spółki i kadre zarządzającą do osiągnięcia celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej właścicieli oraz ułatwić skuteczną kontrolę wyników, sprzyjając tym samym bardziej efektywnemu wykorzystaniu zasobów (m.in. poprzez wzrost zaufania inwestorów, poprawę reputacji spółki, zmniejszenie kosztu kapitału i zwiększenie jego dostępności).

Powyższe cele wyznaczone przed corporate governance (CG) korespondują z oczekiwaniami inwestorów. Jak wskazuje badanie przeprowadzone w 2003 r. przez Businessweek⁴⁰⁵, inwestorzy na polskim rynku kapitałowym oczekują od wprowadzenia CG przede wszystkim: zmniejszenia liczby nadużyć (opowiedziało się za tym 39% ankietowanych), wzrostu jakości zarządzania (23%), zwiększenia poszanowania praw akcjonariuszy mniejszościowych (20%), wzrostu wartości rynkowej (11%) oraz innych (2%). Warto jednakże zauważyć, że około 11% ankietowanych nie wyraziło żadnych oczekiwań wobec ładu korporacyjnego.

OECD zwraca także uwagę na fakt, że nadzór korporacyjny jest tylko jednym z elementów szerszego kontekstu ekonomicznego działalności przedsiębiorstw, który obejmuje politykę makroekonomiczną, stopień konkurencyjności na rynkach oraz że uzależniony jest on również od otoczenia prawnego, regulacyjnego i instytucjonalnego. Dodatkowo na reputację i długookresowe powodzenie przedsiębiorstwa mają także wpływ takie czynniki, jak etyka biznesu, polityka w zakresie ekologii i relacje z interesariuszami.

Nie istnieje jeden, właściwy model nadzoru korporacyjnego, blisko 60 krajów posiada własne, specyficzne dla siebie regulacje. Formułowane wytyczne nie mają na ogół mocy wiążącej dla przedsiębiorstw (mają bardziej stymulować niż wymuszać), a stopień ich ogólności jest dość znaczny (mają stanowić punkt odniesienia, unika się nadmiernego uszczegółowienia i sformalizowania na rzecz zachowania elastyczności regulacji)⁴⁰⁶.

Wyróżnić można dwa główne typy modeli nadzoru korporacyjnego⁴⁰⁷: model anglosaski (Wielka Brytania, USA, Australia, Hongkong, Kanada, Indie) oraz model europejsko-japoński (Japonia, Europa kontynentalna, w tym Polska)⁴⁰⁸. Pomiędzy

⁴⁰⁵ Por. Gajewska-Jedwabny A., op. cit., s. 502.

⁴⁰⁶ Część krajów i funkcjonujących na ich obszarze giełd unika wprowadzania restrykcyjnych i szczegółowych wymogów za zakresu nadzoru korporacyjnego ze względu na rosnącą konkurencję ze strony innych rynków kapitałowych i obawę przed utratą spółek.

⁴⁰⁷ Por. Jerzemowska M., Nadzór..., wyd. cyt., s. 36-40.

⁴⁰⁸ Model anglosaski zwany bywa także modelem anglosaksońskim, anglo-amerykańskim czy też modelem systemu zewnętrznego, w którym aktywny rynek postrzegany jest jako główny mechanizm

tymi dwoma modelami istnieją różnice w zakresie formułowanych zasad oraz rozkładania akcentów pomiędzy poszczególne problemy funkcjonowania przedsiębiorstwa. Powodem odmiennego podejścia jest głównie charakterystyka rodzimych rynków kapitałowych, tj. liczby notowanych spółek, płynności obrotu czy koncentracji własności oraz specyfika systemu prawnego. Harmonizacja i globalizacja rynków kapitałowych prowadzi jednak do konwergencji powyższych modeli i zacierania się różnic między nimi.

Zbiorcze zestawienie charakterystyk obydwu modeli zawiera tabela 4.3.

Tabela 4.3

Porównanie modeli ładu korporacyjnego i ich uwarunkowań

Cecha	Model anglosaski	Model europejsko-japoński
Rynki kapitałowe	duże, płynny obrót walorami	małe, mniejsza płynność obrotu walorami
Rodzaj inwestorów	duże znaczenie inwestorów indywidualnych	duże znaczenia inwestorów instytucjonalnych
System kontroli nad spółką	zewnątrzny, aktywny rynek, fuzje i przejęcia	wewnętrzny, rynek mniej aktywny, znikoma liczba wrogich przejęć
Własność akcji	rozproszona	skoncentrowana
Cel funkcjonowania spółki	maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, spółka jako twór prywatny	uwzględnienie interesów innych stakeholders (głównie silnych grup), spółka jako twór publiczny, społeczny
Kluczowe relacje	akcjonariusze – menedżerowie	banki – pracownicy – akcjonariusze
Zaangażowania banków w operacje spółki	niewielkie	duże
„Krzyżowe” posiadanie akcji	rzadkie	częste
Struktura władzy w spółce	jednoszczeblowa	dwuszczeblowa
Wpływ zarządu na funkcjonowanie spółki	duży	niewielki
Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych	duże znaczenie	mniejsze znaczenie
Legislacja w zakresie upadłości	nacisk na ochronę przed wierzycielami	nacisk na ochronę wierzycieli
Regulacje dotyczące rachunkowości i wymogi jawności	surowe	mniej rygorystyczne
Instrumenty motywowania kierownictwa spółki	urozmaicony zestaw	skromny zestaw

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Jerzemowska M., Nadzór korporacyjny, PWE, Warszawa 2002, s. 36-86, 91, 105 i Marcinkowska M., Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 14.

kontroli korporacji, „głosowanie nogami”. Z kolei model europejsko-japoński funkcjonuje także pod nazwami kontynentalno-japoński, kontynentalny, reński czy niemiecki. Model ten odzwierciedla ujęcie systemowe wewnętrzne, gdzie poprzez pakiety większościowe, aktywność właścicieli w prowadzeniu przedsiębiorstwa sprawowana jest kontrola wewnętrzna nad spółką. W publikacjach Polskiego Forum Corporate Governance oraz IBnGR znaleźć można tożsamy z powyższym podział na nadzór korporacyjny otwarty (tzw. system outsiderski) i zamknięty (tzw. system insiderski).

Kodeksy ładu korporacyjnego kierowane są na ogół do spółek będących w wolnym obrocie giełdowym⁴⁰⁹ (węższe rozumienie corporate governance), rzadziej natomiast dotyczą wszystkich przedsiębiorstw (szersze podejście)⁴¹⁰. Dzieje się tak zapewne dlatego, że to właśnie w spółkach giełdowych dochodzi bardzo często do oddzielenia własności od zarządzania, pojawiają się problemy związane z asymetrią informacji, kosztami agencji czy poszanowaniem praw akcjonariuszy mniejszościowych. Zachodzi zatem potrzeba zapobiegania tym negatywnym zjawiskom m.in. poprzez większą transparentność oraz wiarygodność w zarządzaniu i funkcjonowaniu podmiotu.

Dodatkowo akcentuje się nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa, w którego osiągnięciu dopomóc ma wprowadzenie ładu korporacyjnego, a mianowicie maksymalizację wartości przedsiębiorstwa, często przy uwzględnieniu wymagań także innych niż właściciele grup interesów i zadbanie o kwestię odpowiedzialności spółki wobec nich.

Przedstawiona wcześniej charakterystyka modeli nadzoru korporacyjnego ma duży wpływ na politykę informacyjną spółek funkcjonujących w ich ramach. I tak model anglosaski (system zewnętrzny, outsiderski) zorientowany jest głównie na dostarczanie niezbędnych i szczegółowych informacji podmiotom zewnętrznym, podczas gdy w modelu kontynentalno-japońskim (system wewnętrzny, insiderski) sprawozdania prezentują mniejszy zakres danych, ponieważ kluczowe informacje przekazywane są już wybranym grupom z wnętrza przedsiębiorstwa (strategicznym akcjonariuszom, bankom, menedżerom itp.), a rachunkowość jest w większym stopniu zorientowana na problemy podatkowe⁴¹¹.

Procesy globalizacyjne i rosnący udział inwestorów zagranicznych wymuszają jednak standaryzację i zwiększenie szczegółowości raportów finansowych spółek.

Jedną z ważniejszych zasad nadzoru korporacyjnego jest zasada przejrzystości, tj. prezentowania danych, informacji istotnych dla spółki, mogących wpływać na jej wycenę. Kwestia przejrzystości, dostępności wiarygodnych informacji jest kluczowa w procesie oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstwa i zamykaniu luki wartości. Warto przyjrzeć się zatem zaleceniom polskich kodeksów nadzoru korporacyjnego w tym zakresie.

⁴⁰⁹ Nic nie stoi jednak na przeszkodzie, by zasady te stosować z sukcesem także w innych spółkach.

⁴¹⁰ Por. Mikosz A., Porównanie i ocena polskich projektów kodeksów „corporate governance”, Warszawa 29 maja 2002 r., s. 5.

⁴¹¹ Por. Jerzemowska M., Nadzór..., wyd. cyt., s. 167.

Historia ładu korporacyjnego w Polsce jest stosunkowo krótka. Pierwsze polskie powszechnie akceptowane zasady ładu korporacyjnego spółek publicznych opracowane zostały przez Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance (składający się z reprezentantów różnych środowisk związanych z rynkiem kapitałowym) i zapisane zostały w dokumencie „Dobre praktyki w spółkach publicznych 2002”⁴¹² (znowelizowanym w 2004 r.⁴¹³). W 2007 r. opracowany został nowy dokument pod nazwą Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW⁴¹⁴, który zaczął obowiązywać⁴¹⁵ od 1 stycznia 2008 roku, a w dniu 19 maja 2010 doczekał się nowelizacji⁴¹⁶.

⁴¹² Por. Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych 2002, Warszawa, 4 lipca 2002.

⁴¹³ Por. Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych 2005, Warszawa, październik 2004.

⁴¹⁴ Por. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2007), wyd. cyt.

⁴¹⁵ Zaznaczyć trzeba, że termin „zaczął obowiązywać” nie oznacza istnienia formalnego obowiązku stosowania zasad ładu korporacyjnego w spółkach notowanych na GPW. Zgodnie z §29 ust. 2 regulaminu GPW w przypadku podjęcia przez Giełdę uchwały określającej zasady ładu korporacyjnego emitenci powinni je stosować, jednak zasady te nie są przepisami obowiązującymi na giełdzie w rozumieniu regulaminu GPW. Zgodnie z §29 ust. 3 tego regulaminu „w przypadku gdy określona zasada ładu korporacyjnego nie jest stosowana w sposób trwały lub jest naruszona incydentalnie, emitent ma obowiązek opublikowania raportu zawierającego informacje o tym, jaka zasada nie jest stosowana lub nie została zastosowana, jakie były okoliczności i przyczyny nie zastosowania zasady oraz w jaki sposób emitent zamierza usunąć ewentualne skutki nie zastosowania danej zasady lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko nie zastosowania zasad ładu korporacyjnego w przyszłości.” Istnieje zatem tylko coroczny obowiązek informowania o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego (do rocznego sprawozdania winien być dołączony raport dotyczący zakresu stosowania ładu korporacyjnego w spółce – §29 ust. 5 regulaminu GPW oraz §91 ust. 5 pkt 4 rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych) połączony z mechanizmem „*comply or explain*” („stosuj lub wyjaśnij”), który wymusza na spółkach nie stosujących się do zaleceń nadzoru korporacyjnego wskazanie odstępstw, wytłumaczenia ich przyczyn i ewentualnych kroków naprawczych. Trzeba także zaznaczyć, że nie wszystkie zapisy Dobrych Praktyk zostały objęte mechanizmem „*comply or explain*”. Część I, tj. „Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych”, na mocy uchwały nr 1014/2007 Zarządu Giełdy z dnia 11 grudnia 2007 r. została wyłączona z obowiązkowego publikowania w raportach CG emitentów (części II, III i IV Dobrych Praktyk GPW są już nim objęte). Zalecenia części I Dobrych Praktyk, mimo iż nie podlegają w pełni takiemu mechanizmowi, powinny jednak, ze względu na właściwy sposób komunikacji spółki z otoczeniem, znaleźć się w corocznych sprawozdaniach z przestrzegania zasad ładu korporacyjnego.

Odrębną kwestią pozostaje fakt stosowania i respektowania przez przedsiębiorstwa zasad ładu korporacyjnego. Jak wskazują bowiem badania PFCG, oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego nie mają czasem wiele wspólnego z rzeczywistością i pozostają w sferze deklaracji przedsiębiorstw czy też życzeń. I tak np. przeprowadzone przez PFCG badanie w 2005 roku na próbie 55 spółek giełdowych deklarujących stosowanie nadzoru korporacyjnego wykazało, że tylko około 50% z nich publikuje wszystkie wymagane dokumenty korporacyjne. Zdarza się także, że spółki publikują nieaktualne dane lub też forma prezentacji jest odmienna od wymaganej, czy też w przedsiębiorstwie wprowadzane są zapisy niezgodne z duchem corporate governance. Por. Tamowicz P., Dzierżanowski M., Lepczyński B., Ranking nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych 2001, IBnGR, PFCG, <http://www.pfcg.org.pl>, Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Tamowicz P., Ranking nadzoru korporacyjnego 2003, PFCG, Rzeczpospolita, 26 stycznia 2004, <http://www.pfcg.org.pl>, Dzierżanowski M., Milewski G., Przybyłowski M., Tamowicz P., Ranking nadzoru korporacyjnego 2005, PFCG, Rzeczpospolita, 6 lutego 2006, <http://www.pfcg.org.pl>.

⁴¹⁶ Por. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2010), wyd. cyt.

Oprócz kodeksu WGPW istnieje tzw. Kodeks Gdański⁴¹⁷, opracowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową w Gdańsku na przełomie lat 2001/2002⁴¹⁸. W przeciwieństwie do kodeksu WGPW, konsultowanego ze spółkami publicznymi (a więc podmiotami, których funkcjonowania dotyczy), projekt ten opiniowali przedstawiciele nauk ekonomicznych i środowisko inwestorskie⁴¹⁹.

Kodeks WGPW w swojej preambule stwierdza, że celem jego wprowadzenia jest „umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami, wzmocnienie praw akcjonariuszy także w materiałach nie regulowanych przez prawo, a przy tym nie stwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nie równoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku.”⁴²⁰. W kodeksie tym zawarte są następujące rekomendacje i zasady⁴²¹:

- prowadzenie przejrzystej i efektywnej polityki informacyjnej zapewniającej szybkość, bezpieczeństwo oraz szeroki dostęp do informacji,
- zapewnienie odpowiedniej komunikacji z inwestorami i analitykami,
- prowadzenie korporacyjnej strony internetowej i zamieszczania na niej m.in. podstawowych dokumentów korporacyjnych (statut, regulaminy), życiorysów zawodowych członków organów spółki, raportów bieżących i okresowych, sprawozdań z działalności rady nadzorczej, wraz z oceną systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem, oświadczeń o przestrzeganiu zasad ładu korporacyjnego, informacji na temat zdarzeń korporacyjnych itp.

W nowym kodeksie położono większy nacisk na kwestie informacyjne niż w wersjach poprzednich. Zrezygnowano natomiast z bardziej formalnego i szczegółowego ustanawiania pewnych reguł w innych sferach, tj. w zakresie dobrych praktyk walnych zgromadzeń, zarządu i rad nadzorczych.

⁴¹⁷ Por. Dzierżanowski M., Tamowicz P., op. cit.

⁴¹⁸ Kodeks ten tworzony był w ramach Polskiego Forum Corporate Governance równolegle z pierwszym projektem Komitetu Dobrych Praktyk. Nie został on jednak ostatecznie wybrany przez WGPW, choć wydaje się, że część z jego rozwiązań została wykorzystana przy późniejszym tworzeniu kodeksów ładu korporacyjnego obowiązujących na WGPW.

⁴¹⁹ Zakres konsultacji nie pozostaje oczywiście bez wpływu na ostateczną treść kodeksów. Z doświadczeń innych krajów wynika bowiem, że w przypadku opracowywania zasad ładu korporacyjnego w środowisku inwestorów, nadrzędnym celem staje się wzmocnienie odpowiedzialności wobec akcjonariuszy oraz maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy. W przypadku projektów środowisk związanych z kierownictwem przedsiębiorstw, zasady ładu korporacyjnego skupiają się na poprawie jakości zarządzania i nadzoru w celu usprawnienia dostępu do kapitału. Stwierdzenie to wydaje się także trafne dla polskich projektów. Por. Mikosz A., op. cit., s. 16.

⁴²⁰ Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2010), wyd. cyt., s. 2.

⁴²¹ Por. tamże, s. 4 i 6. Warto zaznaczyć, że dwa pierwsze punktu nie są objęte mechanizmem „*comply or explain*”.

Z kolei Kodeks Gdański, jako jeden z głównych postulatów wymienia konieczność zapewnienia przez spółkę efektywnego dostępu do informacji niezbędnych do oceny sytuacji i perspektyw spółki oraz sposobu jej funkcjonowania i rozwiązań w zakresie nadzoru korporacyjnego⁴²². Uszczegółowienie tego postulatu odnaleźć można w dalszej części kodeksu, w której zaleca on, aby⁴²³:

- dostęp do istotnych informacji i wewnętrznych regulacji spółki był łatwy i równomierny przy rozsądnych kosztach dla spółki, a odpowiednie informacje i dokumenty były udostępniane na stronie internetowej spółki,
- spółka co roku publikowała informację zawierającą szczegółowy opis rozwiązań i funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, w tym sposób przestrzegania jego zasad oraz wyjaśnienie przyczyny ewentualnych odstępstw,
- rada nadzorcza co roku przygotowywała dla akcjonariuszy informację zawierającą ocenę sytuacji i perspektyw spółki, funkcjonowania nadzoru korporacyjnego i systemu kontroli wewnętrznej oraz polityki informacyjnej,
- spółka zapewniła dostęp do podstawowych informacji o członkach zarządu i rady nadzorczej, w tym o ich kwalifikacjach, stanowiskach zajmowanych w innych spółkach i powiązaniach z akcjonariuszami oraz o sposobie wynagradzania i wysokości wynagrodzeń (m.in. informacji dotyczących części stałej i zmiennej wynagrodzenia, opcji menedżerskich, odpraw itp.),
- spółka podawała do publicznej wiadomości aktualne dane o strukturze własności i kontroli, w tym informacje o stosowanych rozwiązaniach zapewniających kontrolę niewspółmierną do udziału we własności oraz posiadane informacje o umowach zawartych między akcjonariuszami w sprawie wspólnego wykonywania głosów.

Kodeks Gdański jest w dużej mierze nastawiony na poszanowanie praw i ochronę akcjonariuszy mniejszościowych⁴²⁴, co jest zapewne reakcją na charakterystykę polskiego rynku kapitałowego, na którym dominującą rolę odgrywają akcjonariusze większościowi⁴²⁵.

⁴²² Por. Dzierżanowski M., Tamowicz P., op. cit., postulat nr 6, s. 5.

⁴²³ Por. tamże, s. 8.

⁴²⁴ Sami autorzy kodeksu piszą w preambule, że przyjmuje on przede wszystkim (choć nie tylko) perspektywę inwestorów mniejszościowych oraz że „powstał on w odpowiedzi na spadek wiarygodności krajowego rynku kapitałowego spowodowany licznymi przypadkami naruszania interesów akcjonariuszy mniejszościowych”. Por. tamże, s. 3 i 4.

⁴²⁵ Por. Mikosz A., op. cit.

Zalecenia informacyjne obydwu kodeksów są zbliżone do siebie, a ich twórcy, chcąc uniknąć zbytniego sformalizowania oraz aby nie narażać spółek na zbyt wysokie koszty, formułują zasady dość ogólne. Część proponowanych ujawnień znajduje się już w istniejących i obligatoryjnych dla spółek przepisach. Bardziej istotna jest więc tu kwestia presji otoczenia na forsowanie większej transparentności podmiotów oraz tworzący się w ten sposób klimat na dobrowolne ujawnianie coraz to szerszego zakresu danych we wspólnym interesie przedsiębiorstw i interesariuszy.

Prowadzone przez Polskie Forum Corporate Governance (PFCG) rankingi nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach giełdowych⁴²⁶, wskazują na systematyczną poprawę w zakresie stosowania ładu korporacyjnego, także w sferze przejrzystości informacyjnej⁴²⁷. Również Polska jako kraj zajmuje wysoką pozycję w rankingach nadzoru korporacyjnego, a w przypadku porównań ograniczonych do krajów Europy Środkowo-Wschodniej jest nierzadko liderem⁴²⁸. Można także stwierdzić, że polskie kodeksy dobrych praktyk, w połączeniu z obowiązującymi regulacjami prawnymi⁴²⁹, realizują zalecenia OECD dotyczące publikacji informacji⁴³⁰.

Podsumowując, coraz szersze stosowanie przez spółki zasad corporate governance sprzyja transparentności, dostępności informacji i jest korzystne z punktu widzenia oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz zamykania luki wartości na rynku.

⁴²⁶ Por. Tamowicz P., Dzierżanowski M., Lepczyński B., op. cit., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Tamowicz P., op. cit., Dzierżanowski M., Milewski G., Przybyłowski M., Tamowicz P., op. cit..

⁴²⁷ W ramach rankingu analizowanych jest 60 zmiennych w 9 indeksach tematycznych (ranking 2005). W przypadku indeksu przejrzystości informacyjnej oceniane są m.in. następujące zmienne: istnienie na stronie internetowej wydzielonej sekcji dla inwestorów, dostępność podstawowych dokumentów regulujących funkcjonowanie spółki i jej organów, zakres informacji o członkach zarządu i rady nadzorczej (w tym o powiązaniach z akcjonariuszami), dostępność raportów bieżących i okresowych oraz raportów rocznych.

⁴²⁸ Por. Przybyłowski M., Czy Polska ma wysokie standardy nadzoru korporacyjnego?, <http://www.pfcg.org.pl>, oraz raporty Partners for Financial Stability (PFS) Program, Investor Relations Online: Survey of Websites of the Largest Listed Companies in Central and Eastern European (CEE) Countries, February/August 2002-2008, <http://www.pfsprogram.org>.

⁴²⁹ Chodzi m.in. o rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących..., wyd. cyt.

⁴³⁰ Zasada V (tj. jasność i przejrzystość) zawarta w Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD (2004, <http://www.oecd.org>) formułuje zalecenia w zakresie kluczowych informacji, jakie powinny być publikowane. Należą do nich (str. 23 dokumentu): wyniki finansowe i operacyjne spółki, cele spółki, wspólnicy/akcjonariusze posiadający znaczące pakiety akcji wraz z ich prawami głosu, polityka wynagrodzeń członków rady nadzorczej i zarządu oraz informacje dotyczące członków rady nadzorczej (w tym ich kwalifikacje, sposób wyboru kadry, innych osób sprawujących w spółce funkcje kierownicze oraz to, czy uważani są oni przez organ spółki za osoby niezależne), transakcje z powiązanymi kontrahentami, istotne, dające się przewidzieć czynniki ryzyka, istotne zagadnienia dotyczące pracowników i innych interesariuszy, struktura i polityka nadzoru (w szczególności postanowienia wszystkich kodeksów nadzoru korporacyjnego lub polityki nadzoru korporacyjnego oraz procedury, za pomocą których jest ona realizowana).

4.1.4. Value reporting

Na świecie obserwowany jest ciągły wzrost zapotrzebowania na informację, zwiększa się także tempo jej przekazywania, zakres oraz wymagania stawiane publikowanym danym. Postępująca globalizacja oraz liczne powiązania kapitałowe wymuszają coraz większe otwarcie informacyjne podmiotów. Także coraz większa aktywność ze strony licznych grup interesariuszy wymusza na spółkach zmiany w zakresie komunikacji z szeroko pojętym rynkiem, a także zmusza podmioty do pilnego śledzenia otrzymany z otoczenia informacji zwrotnych.

Powstanie koncepcji value reporting ma przyczynić się do wypełnienia luki między dotychczasowym modelem sprawozdawczości a rosnącym popytem na informacje ze strony interesariuszy.

Value reporting to inaczej sprawozdawczość dotycząca wartości, raportowanie wartości. Koncepcja ta umożliwić ma interesariuszom spojrzenie wewnątrz przedsiębiorstwa oraz zrozumienie zidentyfikowanych przez zarząd kluczowych czynników wartości, co jest niezbędne dla właściwej oceny siły fundamentalnej. Value reporting pozwolić ma na przełamanie dotychczas występujących ograniczeń i umożliwić oszacowanie fundamentalnej, wewnętrznej wartości przedsiębiorstwa przez podmioty zewnętrzne⁴³¹.

Firma PricewaterhouseCoopers, która przyczyniła się do powstania tej koncepcji⁴³², opracowała, w oparciu o badania prowadzone wśród inwestorów i

⁴³¹ Por. Skoczylas W., Value..., wyd. cyt., s. 314.

⁴³² PricewaterhouseCoopers przekształcił istniejącą dotychczas witrynę internetową <http://www.valuereporting.com> na <http://www.corporatereporting.com> zmieniając jej zawartość, integrując koncepcję value reporting z raportowaniem korporacyjnym. Obecnie PWC używa pojęcia corporate reporting do określenia sposobu prezentacji i zakresu ujawnień, różnego od tego w tradycyjnej rachunkowości, w następujących obszarach raportowania:

- raportowania finansowego (sprawozdania finansowe wraz z notami),
- corporate governance (proces komunikacji dzięki któremu przedsiębiorstwa są kierowane i kontrolowane; poziom ujawnień może różnić się na świecie, ale powinien zawierać informacje o składzie kierownictwa i rozwoju, odpowiedzialności i audycie, relacjach z akcjonariuszami),
- systemu wynagradzania kadry zarządczej (sposób wynagradzania kadry zarządzającej w krótkim i długim okresie w celu osiągnięcia strategicznych zamierzeń przedsiębiorstwa),
- odpowiedzialności korporacyjnej (informowanie o tym jak przedsiębiorstwa rozumieją i radzą sobie z ich wpływem na ludzi, klientów, dostawców, społeczeństwo i środowisko w celu osiągnięcia wzrostu wartości dla wszystkich interesariuszy),
- raportowania opisowego, narracyjnego (prezentowanie ważnych kontekstowych i niefinansowych informacji łącznie z informacjami finansowymi tak, by dostarczyć szerszy, bardziej zrozumiały obraz działalności przedsiębiorstwa, jego rynkowej pozycji, strategii, efektywności i widoków na przyszłość, także z podaniem danych ilościowych).

Niestety pomimo licznych prób podejmowanych przez autora dysertacji, firma PWC nie udzieliła informacji dotyczących szczegółowych relacji pomiędzy koncepcjami value reporting i corporate reporting.

zarządzających⁴³³, model raportowania wartości (*value reporting framework*, por. rysunek 4.8).

Rysunek 4.8

Obszary kluczowych informacji i analiz w raportowaniu wartości



Źródło: opracowanie własne na podstawie: PWC, Corporate Reporting - a time for reflection, April 2007, <http://www.corporatereporting.com>, s. 9.

Model ten zwraca uwagę na konieczność raportowania czynników wartości w sferze rynku, strategii i struktury, zarządzania oraz efektywności jednostki⁴³⁴. Jak bowiem pokazują badania⁴³⁵, przedstawienie informacji w formie ilościowej, w tym głównie w obszarach konkurencji, benchmarków, danych z zakresu celów i zamierzeń, danych prospektywnych czy też dotyczących aktywów niefinansowych, sprawia podmiotom wiele problemów (dane te raportują tylko najlepsze przedsiębiorstwa).

Obok value reporting rozwijają się także zbliżone do niej koncepcje, takie jak public relations finansów, investors relations czy corporate affairs⁴³⁶. Zaobserwować można powstawanie nowych komórek w przedsiębiorstwach odpowiedzialnych za komunikację z rynkiem, a także wzrost zapotrzebowania na usługi z tego zakresu.

⁴³³ Por. PWC, Corporate Reporting – a time..., wyd. cyt., s. 9.

⁴³⁴ Szczegółowe ujęcie modelu znaleźć można m.in. w: tamże oraz PWC, Framework in detail, <http://www.corporatereporting.com>.

⁴³⁵ Por. PWC, Corporate Reporting - a time..., wyd. cyt., s. 11 oraz badanie D.A. Niedzółki dla przedsiębiorstw polskich przedstawione w rozdziale II.2. Źródła informacji o makro- i mikrootoczeniu.

⁴³⁶ Koncepcje te nie są jednoznacznie i jednolicie zdefiniowane w literaturze. W zależności od autora ujmowane są one bądź jako swoje bliższe lub dalsze odpowiedniki, alternatywy, bądź też podkreśla się odmienności poszczególnych koncepcji, różnicuje je, traktuje oddzielnie. Por. Niedzółka D.A., op. cit., s. 7-11.

Dotyczy to głównie spraw związanych z kontaktami z prasą, mediami, inwestorami, interesariuszami, kształtu raportów i sposobów ich publikowania oraz przekazywania informacji (tak by zapewnić ich spójność, miarodajność i by były one zrozumiałe dla odbiorcy), aranżowania spotkań, wywiadów, a także sporządzania analiz rynku pod kątem opinii interesariuszy o spółce. Jak podaje S. Farish zadania te pochłaniają z reguły około 25% wydatków na public relations⁴³⁷.

Główni adresaci tych działań to inwestorzy instytucjonalni oraz analitycy i media, którzy umożliwiają dotarcie do inwestorów prywatnych, ale także do pracowników i innych grup interesariuszy. Jak wskazują badania⁴³⁸ analitycy i media pomimo częściowej utraty zaufania, związanych z nimi aferami czy też mimo faktu wydawania czasami sprzecznych opinii, uważane są za bardzo cenne źródła informacji o spółkach⁴³⁹.

Podejmowane przez przedsiębiorstwa działania z zakresu public relations finansów powinny sprzyjać zamykaniu luki wartości, przybliżać wartość rynkową przedsiębiorstwa do jego wartości wewnętrznej dzięki⁴⁴⁰:

- edukacji interesariuszy, poprawie stopnia zrozumienia działalności przedsiębiorstwa, stojących przed nim wyzwań, perspektyw, produktu, profilu inwestycyjnego, stylu zarządzania, strategii, wyników itp. (ma to stanowić swego rodzaju obronę przed krótkowzrocznością niektórych interesariuszy),
- budowie zaufania, stworzenia sieci kontaktów i relacji z analitykami, dziennikarzami i innymi osobami mającymi wpływ na otoczenie przedsiębiorstwa,
- pozyskaniu wiedzy na temat zapatrywań interesariuszy, zdobyciu obiektywnego i miarodajnego obrazu spółki, monitoring relacji,
- wyeksponowaniu pewnych zdarzeń, czynników itp., ukierunkowaniu zainteresowania,

⁴³⁷ Por. Arfin F., Public relations finansów. Czego uczą nas doświadczenia największych przedsiębiorstw, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 10.

⁴³⁸ Por. badania firmy Dewe Rogerson (CityScan) za: tamże, s. 17-20.

⁴³⁹ Większość szefów funduszy inwestycyjnych oraz mediów specjalizujących się w tematyce finansowej uważa raporty analityków za swoje najcenniejsze źródło informacji. Ci ostatni z kolei podkreślają wagę mediów, artykułów prasowych czy też roli, jaką odgrywają dziennikarze. Mamy więc do czynienia z oczywistym przenikaniem się wpływów i relacji, a także korzyści, na linii analityk – media.

⁴⁴⁰ Por. Arfin F., op. cit., s. 32-43.

- uzyskaniu zgodności public relations finansów, komunikacji finansowej z innymi działaniami z zakresu relacji z otoczeniem i PR.

Nie należy jednak oczekiwać, że działania z zakresu value reporting czy public relations finansów znajdą bezpośrednie i szybkie przełożenie we wzroście wartości akcji. Co prawda długofalowa, przemyślana, spójna i rzetelna komunikacja z interesariuszami może przełożyć się na wzrost wartości przedsiębiorstwa, to jednak w dalszym ciągu głównym wyznacznikiem zmian jego wartości pozostają wyniki, osiągnięcia, zasoby i perspektywy podmiotu – czynniki fundamentalne.

Aby je należycie ocenić, rynek musi posiadać niezbędne dane. Jeżeli więc przedsiębiorstwu zależy na długofalowym rozwoju, musi pokazać, że jest otwarte, kompetentne oraz gotowe do komunikacji i dzielenia się z otoczeniem użytecznymi informacjami. Tym bardziej, że wymagania odbiorców dotyczące przekazywanych danych rosną, a tam gdzie jest to możliwe szukają oni informacji bezpośrednio u źródła⁴⁴¹.

Potrzeby poszczególnych użytkowników raportów są zróżnicowane i zależą m.in. od motywów jakie przyświecają analizie, jak również od charakteru i sposobu podejmowania określonej decyzji. I tak np. inne jest nastawienie inwestora długoterminowego od spekulanta, jak i inwestora stosującego analizę fundamentalną (poszukującego źródeł, czynników wartości we wnętrzu i otoczeniu przedsiębiorstwa) od inwestora wykorzystującego analizę techniczną, który w naturalny sposób preferował będzie dane dotyczące wolumenu obrotu, kształtów poszczególnych formacji i cen rynkowych walorów od danych zawartych w sprawozdaniach finansowych konkretnej spółki. Istnieją także różnice w zapotrzebowaniu informacyjnym między takimi grupami użytkowników, jak inwestorzy, kredytodawcy, pracownicy czy konkurenci, a także wewnętrzne zróżnicowanie potrzeb w ramach poszczególnej zbiorowości wynikające z indywidualnych preferencji użytkowników.

W tabeli 4.4 przedstawiono główne rodzaje użytkowników informacji oraz ich motywy analizy raportów finansowych.

⁴⁴¹ Około 96% analityków, 83% przedstawicieli mediów finansowych uważa bezpośredni kontakt z kierownictwem za jedno z najważniejszych źródeł informacji o spółce. Por. tamże, s. 91.

Tabela 4.4

Rodzaje odbiorców informacji i ich motywy analizy raportów finansowych

Rodzaj użytkownika	Powody analizy raportów finansowych
Inwestorzy	Chęć podjęcia decyzji inwestycyjnej, ocena absolutnej i relatywnej wartości przedsiębiorstwa
Kredytodawcy	Chęć podjęcia decyzji kredytowej, analiza zdolności przedsiębiorstwa do obsługi długu
Zarządzający	Wsparcie w decyzjach dotyczących zarządzania firmą
Pracownicy	Zrozumienie systemu wynagrodzeń oraz ocena możliwości firmy do regulowania zobowiązań wobec pracowników i wypłat świadczeń
Konkurencja	Oszacowanie przewagi konkurencyjnej, mocnych i słabych stron oraz strategii biznesowej
Regulatorzy	Ocena zgodności z regulacjami
Naukowcy	Zbiór danych do badań
Media	Informacje do artykułów, audycji, programów
Inne grupy społeczne	Ocena zaangażowania przedsiębiorstwa i jego działań w obszarach ich zainteresowań

Źródło: opracowanie własne na podstawie: AICPA, Improving Business Reporting - A Customer Focus. Meeting the Information Needs of Investors and Creditors (The Jenkins Report), 1994, <http://www.aicpa.org>.

Znajomość charakterystyki i motywów użytkowników informacji jest istotna dla właściwego zdefiniowania zakresu dobrowolnych ujawnień w celu efektywnego domknięcia luki wartości.

Pomimo istniejących rozbieżności w zapotrzebowaniu informacyjnym poszczególnych uczestników rynku można znaleźć część wspólną. Raport Jenkinsa⁴⁴², opierający się na szeroko zakrojonych badaniach⁴⁴³, wskazuje na pięć głównych sfer ujawnień, jakimi zainteresowani są profesjonalni uczestnicy rynku, tj. inwestorzy, kredytodawcy oraz analitycy:

- dane finansowe i niefinansowe (sprawozdania finansowe i związane z nimi ujawnienia, istotne mierniki, dane z zakresu działalności operacyjnej i efektywności przedsiębiorstwa⁴⁴⁴ wykorzystywane przez zarząd w prowadzeniu przedsiębiorstwa),

⁴⁴² Por. AICPA, op. cit.

⁴⁴³ Bazy danych dotyczące raportu liczą około 1600 stron. Dodatkowe informacje uzyskać można pod adresem: http://accounting.rutgers.edu/raw/aicpa/dbase/d_index.htm.

⁴⁴⁴ Do danych tych twórcy raportu zaliczają m.in.: 1) dane dotyczące działalności generujących przychody, rynkowej akceptacji produktów oraz jakości (np. wielkości i ceny sprzedaży, zmiany w udziale rynkowym, satysfakcja klientów, procent zwrotów, wady czy opóźnienia), 2) dane dotyczące działalności generujących koszty (np. liczba pracowników, średnie wynagrodzenie, ilość i wartość zużytych materiałów), 3) dane dotyczące produktywności (informacje dotyczące zasileń, nakładów i wydajności), 4) dane dotyczące czasu niezbędnego do przeprowadzenia kluczowych działań (np. czas opracowania nowego produktu), 5) dane dotyczące ilości i jakości kluczowych zasobów, w tym ludzkich (np. struktura wiekowa, ilość posiadanych rezerw), 6) dane dotyczące innowacji (np. ilość wdrożonych produktów z lat wcześniejszych, liczba usprawnień), 7) dane dotyczące zaangażowania

- analiza danych finansowych i niefinansowych przez zarząd (wskazanie przez zarząd powodów zaobserwowanych zmian w obszarze finansowym, operacyjnym i efektywności, identyfikacja trendów i ich następstw),
- informacje prospektywne (szanse i zagrożenia, plany zarządu uwzględniające kluczowe czynniki sukcesu, porównanie aktualnej efektywności przedsiębiorstwa do wcześniej ujawnionych szans, zagrożeń i planów),
- informacje dotyczące zarządzających i właścicieli (dyrektorów, zarządu, wynagrodzeń, głównych właścicieli i struktury własności, transakcji i relacji między stronami),
- tło działalności przedsiębiorstwa (cele, strategię, zakres i opis działalności biznesowej i posiadanych aktywów, wpływ branży na działalność przedsiębiorstwa).

Powyższe wyniki potwierdzają również badania przeprowadzone przez Deloitte & Touche w 1996 roku, które wskazują na zainteresowanie analityków finansowych następującymi sferami⁴⁴⁵ :

- działalnością przedsiębiorstwa, w tym wpływem czynników makroekonomicznych, prawnych i politycznych, wewnętrzną organizacją, wykorzystaniem mocy produkcyjnych, źródłami finansowania, wynikami finansowymi w relacji do planów i budżetów, posiadanych ratingów itp.,
- perspektywami i możliwościami działania w przyszłości, m.in. udziałem w rynkach, strategii, klientami, konkurentami, produktami i usługami, nakładami na BiR itp.,
- działalnością międzynarodową,
- zarządzaniem i kontrolą, działaniami z zakresu fuzji i przejęć,
- odpowiedzialnością społeczną, m.in. wpływem na środowisko naturalne, relacjami z pracownikami, bezpieczeństwem produktów, działalnością społeczną.

Raport Jenkinsa identyfikuje także informacje, których raportowanie nie zawsze wydaje się zasadne z punktu widzenia przedsiębiorstwa czy też interesujące z

pracowników i ich spełnienia (np. satysfakcja pracowników, rotacja), 8) dane dotyczące siły w relacjach sprzedaży (np. zadowolenie pośredników, sprzedawców).

⁴⁴⁵ Por. Deloitte & Touche, Spółki publiczne w zapytaniach akcjonariuszy, 1996, za: Marcinkowska M., Roczny..., wyd. cyt., s. 39, 40.

perspektywy interesariuszy. I tak np. warto rozważyć pominięcie w raporcie następujących danych:

- informacji spoza eksperckiej wiedzy zarządu, dla których nie jest on najlepszym źródłem,
- informacji, których ujawnienie może podważyć przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwa,
- prognoz sprawozdań finansowych, lepszym rozwiązaniem jest dostarczanie niezbędnych danych do samodzielnego opracowania prognoz przez analityków i inwestorów,
- informacji, których zarząd nie posiada ani nie potrzebuje do prowadzenia przedsiębiorstwa,
- informacji, które nie leżą w gestii zainteresowania interesariuszy oraz tych, których publikacja grozić może procesami sądowymi.

Użytkownicy raportów, pytani o liczbę i rodzaj pożądaných informacji, odpowiadają na ogół, że interesują ich wszystkie możliwe dane, co potwierdza istnienie ogromnego popytu na informacje oraz wskazuje chęć ich samodzielnej selekcji⁴⁴⁶. Z drugiej strony może to także świadczyć o tym, że interesariusze nie mają jeszcze wyraźnie sprecyzowanych potrzeb i przezornie żądają szerszego zakresu ujawnień, aby w razie konieczności móc z nich skorzystać.

Sprostanie wszystkim oczekiwaniom informacyjnym interesariuszy nie jest możliwe, zarówno ze względów technicznych, jak i czasowych. Co więcej, mogłoby to okazać się niekorzystne dla spółki, która musi brać pod uwagę zarówno korzyści, jak i koszty szerszego zakresu ujawnień.

Kwestie te przedstawiono w następnym podrozdziale.

4.2. Korzyści i koszty przedsiębiorstwa związane z zamykaniem luki wartości

Jak już wskazywano, corporate governance, value reporting oraz prowadzenie komunikacji na linii przedsiębiorstwo – rynek, sprzyjają zamykaniu luki wartości, w tym jej składowych: luki informacyjnej, sprawozdawczości, jakości, zrozumienia oraz percepcji.

Oprócz zmniejszenia różnicy między wartością wewnętrzną i rynkową przedsiębiorstwa, działania podejmowane w ramach powyższych koncepcji niosą ze sobą

⁴⁴⁶ Por. AICPA, op. cit.

także dodatkowe korzyści dla przedsiębiorstwa. Można spotkać się z opiniami, że value reporting, jako jeden z elementów zarządzania wartością (*value based management*), sam też wnosi istotny wkład w jej tworzenie⁴⁴⁷. Także corporate governance odgrywa znaczącą rolę w kształtowaniu dobrych relacji z otoczeniem, kreowaniu pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa i stwarzaniu warunków do wzrostu jego wartości⁴⁴⁸.

Choć na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa wpływa wiele czynników, na tle których polityka informacyjna czy komunikacja spółki z rynkiem nie wysuwa się na pierwszy plan (sfera ta jest kluczowa w procesie zamykania luki wartości, przybliżania wartości rynkowej przedsiębiorstwa do jego wartości wewnętrznej), to elementy te należy traktować także jako czynniki siły fundamentalnej.

Wśród korzyści dla przedsiębiorstwa wymienić można towarzyszący zamykaniu luki wzrost wartości rynkowej akcji oraz skłonność inwestorów do płacenia premii⁴⁴⁹ ze względu na fakt przestrzegania przez spółkę zasad ładu korporacyjnego i stosowanie value reporting. Przestrzeganie zasad corporate governance zmniejsza też potencjalną stratę wartości wynikającą z kosztów agencji. Badania pokazują także, że dzięki identyfikacji czynników wartości, ujednoczeniu komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej oraz integracji rachunkowości finansowej, inwestycyjnej i zarządczej, usprawnieniu procedur i procesów wewnętrznych, dochodzi do wzrostu efektywności w przedsiębiorstwie.

Według badania „Globalne badanie opinii inwestorów” (kwiecień/maj 2002) przeprowadzonego w 31 państwach (w tym w Polsce) przez McKinsey & Company we współpracy z Global Corporate Governance Forum⁴⁵⁰ wynika, że znaczna część inwestorów (około 80%) skłonna jest zapłacić premię za akcje spółek, którym udało się wdrożyć mechanizmy nadzoru korporacyjnego. Premię tę szacuje się na około 12-14% w Ameryce Północnej i Europie, 20-25% w Azji i Ameryce Łacińskiej oraz 30% w Europie Wschodniej czy 40% w Afryce. W Polsce premia ta wynosi przeciętnie 23%. Nadzór korporacyjny w spółce okazuje się dla dużych inwestorów instytucjonalnych tak samo ważny jak jej wyniki finansowe. Badanie wykazało, że

⁴⁴⁷ Por. Skoczylas W., *Value...*, wyd. cyt., s. 314 oraz Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 144.

⁴⁴⁸ W rozważaniach przedstawionych w dalszej części pracy uwzględniono nie tylko aspekt przejrzystości informacyjnej zaimplementowanej w zasady nadzoru korporacyjnego, ale także sferę rozwiązań z zakresu zapewnienia właściwego przebiegu walnego zgromadzenia, funkcjonowania zarządu i rady nadzorczej, jak również podniesienia wiarygodności audytu czy ochrony praw właścicieli.

⁴⁴⁹ Można także stwierdzić, że chodzi tu nie tyle o premię ze względu na przestrzeganie przez spółkę zasad ładu korporacyjnego, co o dyskonto w przypadku spółek, które takich zasad nie przestrzegają.

⁴⁵⁰ Por. MI. A., *Ważne nie tylko wyniki*, Rzeczpospolita, 9 lipiec 2002.

prawie 75% inwestorów bierze pod uwagę możliwość rezygnacji z inwestycji w akcje przedsiębiorstw, które nie przestrzegają zasad corporate governance. Z kolei blisko 30% ankietowanych w ogóle nie inwestuje w tych państwach, które nie gwarantują skutecznego nadzoru właścicielskiego, a dla kolejnych 28% respondentów kwestia ta decyduje o podwyższeniu lub obniżeniu notowań danego państwa jako miejsca inwestycji. Tylko 3% badanych deklaruje, że kwestie dotyczące nadzoru korporacyjnego nie mają wpływu na ich decyzje inwestycyjne.

Kwestię wpływu corporate governance (ze szczególnym uwzględnieniem władztwa menedżerów) na wartość rynkową akcji rozważają także w swoim badaniu P. Gompers, J. Ishii i A. Metrick⁴⁵¹. Badanie przeprowadzone na grupie około 1500 amerykańskich przedsiębiorstw w okresie wrzesień 1990 – grudzień 1997, przy wykorzystaniu około 24 zmiennych opisujących stopień nadzoru korporacyjnego, wykazało, że portfel składający się ze spółek o silniejszych prawach akcjonariuszy (tzw. *democracy portfolio*) uzyskał średnioroczny zwrot o około 8,5 p.p. większy od portfela przedsiębiorstw zdominowanych przez władztwo menedżerów (*dictatorship portfolio*). Stwierdzono także, że spółki z *democracy portfolio* osiągały większą wartość (mierzoną Q Tobina⁴⁵²), większą marżę operacyjną, rentowność kapitałów własnych (ROE) oraz notowały wyższy średnioroczny wzrost sprzedaży. W przedsiębiorstwach tych stwierdzono także mniejsze nakłady kapitałowe oraz mniejszą aktywność w zakresie fuzji i przejęć w porównaniu z *dictatorship portfolio*.

Pozytywną zależność między efektywnością finansową spółki a stopniem, w jakim przestrzega ona zasady ładu korporacyjnego, potwierdzają także badania M. Gruszczyńskiego⁴⁵³ przeprowadzone na próbie 37 polskich przedsiębiorstw w oparciu o ranking nadzoru korporacyjnego PFCG 2003. I tak po uwzględnieniu około 20 wskaźników finansowych dotyczących rentowności, płynności, gospodarności i zadłużenia, stwierdzone zostało, że cztery z nich wykazują dużą korelację z pozycją przedsiębiorstwa w rankingu corporate governance. Chodzi tu głównie o wskaźnik

⁴⁵¹ Por. Gompers P., Ishii J., Metrick A., Corporate governance and equity prices, *The Quarterly Journal of Economics*, February 2003.

⁴⁵² Warto zwrócić tu uwagę na fakt, że większość tego typu badań (w tym także i to powyżej) przyjmuje w mianowniku wskaźnika Q Tobina wartość księgową aktywów całkowitych zamiast ich wartości odtworzeniowej, jak było to w zamyśle Tobina. Dzieje się tak ze względu na problemy z ustaleniem rzeczywistej wartości odtworzeniowej badanych spółek, sprowadza to jednak wskaźnik Q Tobina (przy założeniu, że wartość rynkowa długu równa jest jego wartości księgowej) do wskaźnika $\text{cena rynkowa} / \text{wartość księgowa kapitału własnego}$ (P/BVPS).

⁴⁵³ Por. Gruszczyński M., Corporate governance and financial performance of companies in Poland, paper presented to the 59th International Atlantic Economic Conference, London, 9-13 March 2005.

marży zysku operacyjnego (korelacja pozytywna, im wyższa pozycja w rankingu corporate governance PFCG 2003, tym wyższa wartość wskaźnika) oraz wskaźnik długu do EBITDA (korelacja negatywna), ale także o marżę zysku brutto i obrotowość aktywów (korelacja pozytywna). W przypadku pozostałych wskaźników nie stwierdzono istnienia istotnych powiązań z poziomem corporate governance. Z tego też powodu, na co zwraca uwagę także autor badania⁴⁵⁴, brak jest podstaw do kategoriycznych sądów odnośnie relacji efektywności finansowej polskich spółek giełdowych i stopnia przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego⁴⁵⁵.

Jako kolejną korzyść związaną z zamykaniem luki wartości i wdrażanymi w tym procesie koncepcjami value reporting i corporate governance wymienić można obniżenie kosztu kapitału dzięki zmniejszeniu premii za ryzyko (ograniczeniu niepewności inwestorów, ryzyka inwestycyjnego oraz asymetrii informacji).

Liczne badania potwierdzają pozytywne aspekty szerokiego zakresu ujawnień na koszt kapitału⁴⁵⁶. I tak np. badanie C. Botosan⁴⁵⁷ wykazało istnienie negatywnej

⁴⁵⁴ Por. tamże, s. 8 i 9.

⁴⁵⁵ Można znaleźć także inne badania, które wskazują na niejednoznaczne relacje między corporate governance a efektywnością spółek czy ich wyceną. Wynika to jednak często z problemu związanego z właściwym pomiarem zarówno CG, jak i efektywności przedsiębiorstw.

I tak np. D. Larcker, S. Richardson, I. Tuna stwierdzają, że badania wpływu corporate governance obciążone są pewnymi błędami, m.in.: często mierzone jest tylko występowanie pewnych zapisów, bez rozstrzygnięcia czy rzeczywiście są one przestrzegane oraz w jakim stopniu, występuje spojrzenie na corporate governance głównie z pozycji zewnętrznej, bez odniesienia do specyfiki przedsiębiorstwa, wywiadu z menedżerami itp., istnieją obiektywne trudności w ogarnięciu całej sfery corporate governance ze względu na jej kompleksową naturę.

Kolejnym z wyjaśnień takiego stanu rzeczy, podawanym także przez autorów badania, może być fakt, że rynek efektywnie antycypuje efektywność spółek dobrych i złych pod względem corporate governance, tym samym akcje ich są odpowiednio wyceniane, a więc inwestorzy nie powinni osiągać z inwestycji w nie ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

Pomimo że badania nie zawsze są zgodne z oczekiwaniami stawianymi przed corporate governance, D. Larcker, S. Richardson i I. Tuna są zdania, iż corporate governance jest potrzebne, a kwestia braku zależności (w którą także im trudno uwierzyć) może wskazywać na fakt, że rankingi corporate governance nie są dobrym miernikiem dla analizy zależności nadzoru korporacyjnego oraz wartości i efektywności przedsiębiorstw. Z drugiej jednak strony, należy zaznaczyć, że wciąż nie brakuje chętnych do zakupu takich rankingów, muszą więc one przedstawiać pewną wartość dla kupujących.

Por. Larcker D., Richardson S., Tuna I., Ratings add fire to the governance debate, Financial Times, 26 May 2005, <http://www.ft.com>.

⁴⁵⁶ Wiele innych badań dotyczących wpływu szerokiego zakresu ujawnień na spadek kosztu kapitału znaleźć można w artykule Botosan C.A., Disclosure and the cost of capital: what do we know?, Accounting & Business Research, International Accounting Policy Forum, Vol. 36, 2006.

Pojawiają się także opinie przeciwstawne. Część autorów uważa, że spadek kosztu kapitału nie powinien mieć miejsca. Stoją bowiem oni na stanowisku, że rynek powinien żądać premii tylko za ryzyko systematyczne, a brak corporate governance czy wystarczającego zakresu ujawnień to element ryzyka dywersyfikowalnego, za które nie należy się premia (istnieje możliwość ograniczenia). Tym samym ryzyko to nie powinno być brane do ustalania kosztu kapitału. Dodatkowo sugerują oni, że częstsze ujawnienia mogą powodować wzrost zmienności cen akcji ze względu na reakcje na krótkoterminowe informacje. Por. Botosan C.A., Disclosure and..., wyd. cyt., s. 35 i 38.

⁴⁵⁷ Por. Botosan C.A., Disclosure level and the cost of equity capital, Accounting Review, Vol. 72, Issue 3, July 1997.

korelacji między kosztem kapitału własnego a zakresem ujawnianych informacji (co zrozumiałe relacja ta silniejsza jest dla spółek, które znajdują się poza szerokim zainteresowaniem analityków i mediów). Podobne wnioski można znaleźć w badaniu C.S.A. Cheng, D. Collinsa i H.H. Huang⁴⁵⁸.

Spadek kosztu kapitału nie powinien być rozpatrywany tylko i wyłącznie przez pryzmat kapitału własnego. Badanie przeprowadzone przez P. Sengupta⁴⁵⁹ dowiodło istnienie negatywnej korelacji między zakresem ujawnianych informacji a kosztem kapitału obcego (stopą oprocentowania pozyskiwanych środków czy też stopą zwrotu w terminie do wykupu – *yield to maturity*). Relacja ta nabiera szczególnego znaczenia w okresie dużej zmienności i niepewności otoczenia rynkowego.

Wśród korzyści stosowania rozszerzonej sprawozdawczości i przestrzegania zasad ładu korporacyjnego w procesie zamykania luki wartości wymienia się także: wzrost zaufania do zarządu (tym samym także do prezentowanych przez niego danych, opinii, formułowanych celów i strategii), budowanie dobrego wizerunku przedsiębiorstwa, poprawę ratingu, wzrost lojalności interesariuszy, możliwość kształtowania określonych opinii i postaw, zwiększenie zainteresowania oraz przychylności analityków i inwestorów, większą atrakcyjność inwestycyjną przedsiębiorstwa, a tym samym także wzrost możliwości pozyskania nowych środków (także po niższym koszcie) i poprawę płynności akcji. Powyższe czynniki powodują również zwiększenie udziału inwestorów długoterminowych w akcjonariacie, co wzmacnia stabilność akcjonariatu oraz przesunęła środek ciężkości w ocenie wyników i zamierzeń z perspektywy krótkoterminowej do długoterminowej⁴⁶⁰. Rozszerzona sprawozdawczość dyscyplinuje także zarząd oraz pozwala zmniejszyć dyspersję prognoz analityków.

Powyższe korzyści potwierdza badanie przedstawione w tabeli 4.5.

⁴⁵⁸ Por. Cheng C.S.A., Collins D., Huang H.H., Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 27, Issue 2, September 2006.

⁴⁵⁹ Por. Sengupta P., Corporate disclosure quality and the cost of debt, *Accounting Review*, Vol. 73, Issue 4, October 1998.

⁴⁶⁰ Wg badań PWC (por. np. PWC, *Communicating...*, wyd. cyt., s. 10) zarządzający często skarżą się, że inwestorzy zbyt skupiają się na perspektywie krótkoterminowej spółki (uważa tak ponad połowa badanych menedżerów), co zniechęca przedsiębiorstwa do podejmowania decyzji dotyczących tworzenia wartości w długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym. Zaznaczają przy tym jednak szybko, że problem ten nie dotyczy prowadzonych przez nich spółek. Też o zbyt krótkoterminowym nastawieniu rynku potwierdzają także sami jego uczestnicy: inwestorzy, analitycy, dostarczyciele kapitału i inni. Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 95.

Inwestorzy nie szukają jednak wyłącznie krótkoterminowych korzyści w formie dywidend i zysków kapitałowych, lecz domagają się także długoterminowych perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa, pomimo że zarząd często uważa, że jest inaczej. Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., op. cit., s. 23, Rappaport A., op. cit., s. 82 oraz Damodaran A., op. cit., s. 73.

Tabela 4.5

Korzyści stosowania rozszerzonej sprawozdawczości (w %)
wg inwestorów / analityków

Wyszczególnienie	Wzrost zaufania do zarządu	Więcej inwestorów długoterm.	Większe zainteres. analityków	Wzrost możliwości pozyskania kapitału	Wzrost ceny rynkowej
Australia	70 / 77	44 / 64	42 / 50	60 / 53	40 / 40
Dania	90 / 90	64 / 57	12 / 43	60 / 64	48 / 53
Francja	92 / 97	70 / 83	94 / 80	84 / 84	80 / 70
Niemcy	62 / 80	47 / 44	68 / 83	66 / 80	53 / 67
Hong Kong	64 / 87	56 / 67	50 / 56	54 / 53	62 / 60
Włochy	90 / 83	80 / 83	64 / 70	82 / 80	70 / 53
Japonia	94 / 92	67 / 58	72 / 77	53 / 45	45 / 36
Holandia	70 / 80	63 / 64	63 / 74	74 / 70	64 / 48
Singapur	81 / 91	59 / 57	55 / 72	73 / 59	75 / 65
Szwecja	74 / 83	64 / 67	52 / 56	66 / 66	56 / 60
Szwajcaria	82 / 81	63 / 68	76 / 84	68 / 68	72 / 48
Tajwan	54 / 47	56 / 50	42 / 60	50 / 60	38 / 50
Wielka Brytania	52 / 70	46 / 57	34 / 23	44 / 43	38 / 43
USA	80 / 80	64 / 61	34 / 46	44 / 51	58 / 61
Średnia	75 / 81	60 / 63	54 / 62	63 / 63	57 / 54

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., The Value Reporting Revolution. Moving Beyond The Earnings Game, PWC, John Wiley & Sons, New York, 2001, s. 190 i 191.

Zarówno inwestorzy, jak i analitycy wśród korzyści, jakie niesie ze sobą rozszerzona sprawozdawczość, wymienili wzrost zaufania do zarządu, większy udział inwestorów długoterminowych w akcjonariacie, wzrost możliwości pozyskania kapitału, większe zainteresowanie analityków oraz wzrost ceny rynkowej akcji.

Znaczenie ujawnień w efektywnym pozyskiwaniu środków podkreśla także praktyka menedżerów, którzy przed wejściem spółki na rynek giełdowy zwiększają z reguły zakres ujawnień i otwartość podmiotu.

Powyższe korzyści potwierdza także badanie P.M. Healy'a, A.P. Hutton i K.G. Palepu'a⁴⁶¹. Jego wyniki wskazują, że większy zakres ujawnień prowadzi do wyższych cen rynkowych akcji, większego zainteresowania ze strony inwestorów instytucjonalnych oraz analityków, jak i większej płynności akcji na rynku.

Badania wskazują także⁴⁶², że ponad 3/4 profesjonalnych uczestników rynku nie zainwestowałyby lub nie doradziłyby inwestycji w akcje spółki, która nie publikuje wystarczającej liczby informacji.

⁴⁶¹ Por. Healy P.M., Hutton A.P. i Palepu K.G., Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, Contemporary Accounting Research, Vol. 16, Issue 3, Fall 1999.

⁴⁶² Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 50.

Jako kolejną korzyść z punktu widzenia przedsiębiorstwa związaną z zamykaniem luki wartości i stosowaniem corporate governance oraz value reporting wymieniłem można ograniczenie zmienności akcji w wyniku zmniejszenia niepewności inwestorów. Niepewność ta wywołana jest często brakiem wystarczającej wiedzy o przedsiębiorstwie i niesie ze sobą większą wrażliwość cen na informacje z rynku, zdarzenia zewnętrzne czy też zwykłe plotki i pogłoski.

Ograniczeniu ulega także ryzyko *insider trading*, dzięki zmniejszeniu asymetrii informacyjnej między osobami z wnętrza spółki a innymi interesariuszami.

Przedsiębiorstwo zmniejsza również ryzyko nie udostępnienia opinii publicznej istotnych informacji mogących mieć wpływ na jego wartość, a więc ogranicza ryzyko ingerencji organów kontrolnych (giełdy, nadzoru finansowego itp.). Spółka ma także możliwość pokazania swoich osiągnięć w szerszym kontekście, co zmniejsza wpływ spekulacji, przypuszczeń i niesprawdzonych danych na jej wartość. W przypadku negatywnych informacji (które i tak prędzej czy później ujrzą światło dzienne) przedsiębiorstwo może ograniczyć ich niekorzystne konsekwencje przez samodzielne przyznanie się do błędów z jednoczesną analizą przyczyn i skutków oraz wyciągnięciem wniosków na przyszłość. Podawanie negatywnych informacji przez samą spółkę podnosi także zaufanie inwestorów do niej i uwiarygodnia późniejsze pozytywne informacje o podmiocie.

W przypadku kosztów związanych z zamykaniem luki wartości i stosowaniem value reporting oraz przestrzeganiem zasad corporate governance wymieniłem można koszty bezpośrednie i koszty pośrednie.

Do pierwszej grupy kosztów zaliczają się koszty związane z przygotowaniem (zebraniem i przetworzeniem – ponoszenie nakładów na systemy informatyczne, zmiany raportowania, zatrudnienie dodatkowych osób) oraz prezentacją, publikacją informacji.

Jeżeli jednak kierowanie przedsiębiorstwem odbywa się w sposób efektywny, prawdopodobnie większa część informacji i tak jest już w posiadaniu kierownictwa. Dodatkowo, zakładając że interesariusze oczekują informacji kluczowych dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, ewentualne koszty pozyskania nowych, nieposiadanych obecnie przez spółkę informacji, są rekompensowane przez ich wartość użytkową dla przedsiębiorstwa (poprawa jakości, efektywności zarządzania w obliczu nowych danych). Należy też zaznaczyć, że koszty publikacji, wraz z rozwojem nowoczesnych technologii i internetu, stają się coraz mniejsze.

Szczególnie to ostatnie medium stało się bardzo popularne, lecz mimo oczywistych zalet, niesie ze sobą także pewne zagrożenia – głównie w zakresie wiarygodności danych (identyfikacji źródła informacji i jej autentyczności) oraz szerokiej możliwości publikacji informacji przez użytkowników. Powinno to stanowić dla spółek impuls, aby samodzielnie upubliczniać dane (proces ten mogą bowiem kontrolować oraz uwierzytelniać) i nie czekać, aż informacje o przedsiębiorstwie pojawią się za pośrednictwem osób trzecich.

Do drugiej grupy kosztów zaliczyć można natomiast koszty odkrycia przed konkurencją, koszty zmniejszenia przewagi konkurencyjnej, osłabienia siły przetargowej wobec dostawców, klientów, pracowników. Według wielu spółek przewaga informacyjna jest bowiem jednym z ważnych składników przewagi konkurencyjnej.

O tym, czy dana informacja może mieć negatywne skutki dla pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa decydują najczęściej cztery czynniki, tj.⁴⁶³: odbiorca informacji, rodzaj ujawnianej informacji, poziom jej szczegółowości oraz czas jej ujawnienia. Dodatkowe znaczenie mają także takie cechy, jak branża w jakiej działa spółka (bariery wejścia i wyjścia) oraz presja związków zawodowych, pracowników (ryzyko wzrostu wynagrodzeń, wzmocnienie pozycji negocjacyjnej).

Należy zaznaczyć, że wartość przewagi informacyjnej bywa często wyolbrzymiana. Konkurenci wiedzą bowiem na ogół bardzo dużo o innych przedsiębiorstwach z sektora. Często też informacje, które uchodzą w spółce za poufne, są już znane konkurencji w wyniku podkupywania pracowników, spotkań nieformalnych, wywiadu gospodarczego, dziennikarzy śledczych itp. Jeśli chodzi zaś o osłabienie siły przetargowej, to warto podkreślić, że jeżeli wszystkie strony zadowolone są ze współpracy i odnoszą z niej korzyści, nie powinna nastąpić zmiana w relacjach.

Wśród kosztów pośrednich wymienić można także ryzyko kosztów ewentualnych procesów sądowych wynikających z ujawnienia dodatkowych informacji. Groźba bycia pozwanym dotyczy głównie sfery prognoz i ich wykonania oraz transakcji wewnętrznych. Może być ona jednak zmniejszona przez raportowanie czynników ryzyka (*risk reporting*) i ich wpływu na wyniki. Przedsiębiorstwa bronią się również przed ewentualnymi procesami sądowymi poprzez zawieranie w swoich

⁴⁶³ Por. AICPA, op. cit.

dokumentach odpowiednich klauzul wyłączających odpowiedzialność z tytułu publikowanych danych i ich wykorzystania. Należy także pamiętać, że brak ujawniania pewnych danych także może być przyczyną procesów sądowych.

Do powyższych kosztów dochodzi także obawa odbiorców informacji o manipulowanie danymi. Problem dotyczy głównie kwestii niematerialnych tworzenia wartości w przedsiębiorstwie. Warto wspomnieć, że przedsiębiorstwa ulegają często pokusie raportowania głównie informacji korzystnych oraz wykazują zbyt ni optywizm w formułowaniu wniosków i opisów. Zdarza się też, że podawana jest duża ilość nieistotnych informacji w celu ukrycia pewnych faktów. Wszystko to może spowodować, że w długim okresie spółka pogorszy swój wizerunek wiarygodnego przedsiębiorcy.

Należy także wskazać na pewne ograniczenia czy postawy zarządu hamujące wprowadzenie poszerzonego zakresu ujawnień i realizacji zasad ładu korporacyjnego z zakresu transparentności.

Składają się na nie w szczególności ograniczenia w postaci informacji poufnych, ograniczenia techniczne oraz czasowe – niezdolność do wygenerowania pewnych informacji (np. brak odpowiednich systemów), jak i niezdolność do wygenerowania ich w odpowiednim czasie (tak, aby dane były nadal aktualne, a więc użyteczne dla interesariuszy).

Przedsiębiorstwo musi także zapewnić niezbędną jakość przekazywanych informacji. O ile informacje wygenerowane przez samą spółkę nie powinny sprawiać w tym zakresie kłopotów, o tyle problemy pojawić się mogą w przypadku opierania się na danych zewnętrznych dotyczących rynku, konkurencji etc.

Przedsiębiorstwa natrafiają także na trudności w zdefiniowaniu wymiernych korzyści z dobrowolnego ujawniania informacji, ocenie użyteczności przekazywanych danych oraz ich wpływu na opinię interesariuszy o spółce.

Istotnym ograniczeniem jest także percepcja użytkowników raportów, niezdolności do wnikliwego przeanalizowania i wykorzystania dostarczonych informacji, szum informacyjny. Niezbędne okazuje się czasami podejmowanie działań mających na celu podniesienie poziomu wiedzy i umiejętności analitycznych interesariuszy.

Można także spotkać opinie zarządu, że rynek interesują wyłącznie zyski oraz że spółka publikuje już i tak wystarczająco dużo danych. Jak wykazano w przytoczonych wcześniej badaniach nie jest to prawdą. Poza tym „dużo” nie oznacza,

że dane są odpowiedniej jakości i użyteczne dla odbiorców, a także nie wyklucza sytuacji, w której konkurencja publikuje więcej informacji, co może okazać się niekorzystne dla wizerunku spółki. Wyrażane jest także przekonanie, że nie da się zaspokoić potrzeb informacyjnych interesariuszy, a rynek zawsze będzie chciał więcej danych. Twierdzenie to jest tylko częściowo prawdziwe, jak bowiem wskazują badania satysfakcji odnośnie publikowanych informacji, istnieją obszary wymagające usprawnień oraz te, w których potrzeby użytkowników realizowane są w sposób właściwy.

Do powyższych ograniczeń dochodzą także obawy przed trudnościami w zaprzestaniu ujawniania informacji już podawanych i publikacją informacji niekorzystnych dla spółki (ta ostatnia obawa nie powinna znajdować uzasadnienia, na co wskazywano już w przypadku omawiania korzyści).

Pomimo iż liczba wskazań po stronie korzyści i kosztów jest zbliżona, to waga argumentów przemawiających za tymi pierwszymi jest zdecydowanie większa. Uzasadnione wydaje się więc podjęcie działań w celu minimalizacji luki wartości, pamiętając przy tym o naczelnej zasadzie, aby korzyści ekonomiczne wynikające z szerszego zakresu ujawnień i wprowadzenia zasad ładu korporacyjnego były większe od związanych z nimi kosztów⁴⁶⁴. Przedsiębiorstwo musi także zagwarantować niezbędną jakość oraz aktualność informacji.

⁴⁶⁴ Potwierdza to chociażby preambuła Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW (z dnia 19 maja 2010 r., wyd. cyt., s. 2), która podkreśla, że zasady Dobrych Praktyk nie powinny stwarzać obciążeń dla spółek giełdowych, nie równoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku. Dobre Praktyki mają dotyczyć wyłącznie dziedzin, w których ich stosowanie może wpływać pozytywnie na rynkową wartość przedsiębiorstwa, m.in. przez obniżenie kosztu pozyskiwania kapitału. Kodeks Gdański zawiera z kolei zapis sugerujący, aby „dostęp do istotnych informacji i wewnętrznych regulacji spółki był łatwy i równomierny przy rozsądnych kosztach.” (wyd. cyt, s. 8).

Rozdział V

Syntetyczny miernik siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Z prezentowanych w poprzednich fragmentach pracy rozważań wynika, że proces oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstwa jest złożony, a na dodatek obciążony ograniczeniami informacyjnymi oraz percepcyjnymi, co prowadzi często do powstania luki wartości, a więc różnicy między wartością wewnętrzną podmiotu a wartością rynkową. Pomiar siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz jego adekwatność zależy nie tylko od właściwego rozpoznania kluczowych czynników siły fundamentalnej, stopnia dostępności i jakości informacji na ich temat, ale także od efektywnego i właściwego przetworzenia dostępnych danych. Dodatkowo istnieją także problemy w wyznaczeniu syntetycznej oceny przedsiębiorstwa w sytuacji, gdy badania ukazują niejednorodne wyniki w poszczególnych obszarach, sferach analizy.

Istnieje zatem zapotrzebowanie na syntetyczny miernik pozwalający na ocenę, porównywanie oraz hierarchizowanie przedsiębiorstw pod względem ich siły fundamentalnej. W związku z tym, że zjawisko siły fundamentalnej ma charakter wielowymiarowy, konieczne jest równoczesne analizowanie więcej niż jednej zmiennej. Metody taksonomiczne, wielowymiarowa analiza porównawcza (WAP) w połączeniu z analizą fundamentalną mogą być bardzo przydatne w tym zakresie, znoszą bowiem część ograniczeń stojących przed osobą przeprowadzającą badanie. Chodzi tu m.in. o zmniejszenie złożoności i subiektywności procesu oceny, ułatwienie porównywalności danych i podmiotów⁴⁶⁵. Metody te pozwalają na przeprowadzenie wielowymiarowego benchmarkingu podmiotów.

5.1. Koncepcja syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

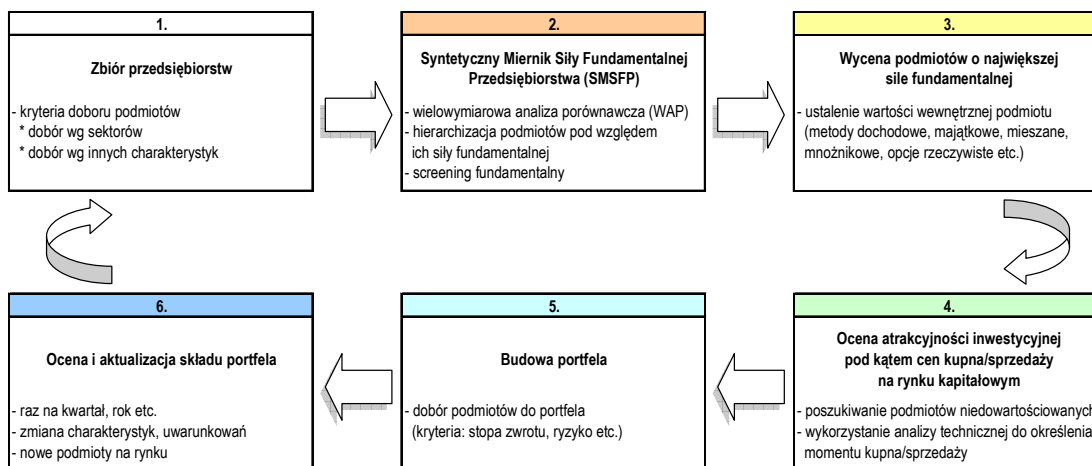
Przed wyjaśnieniem szczegółowej konstrukcji syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, należy przyjrzeć się bliżej samemu procesowi określania siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz miejscu tego miernika w procesie inwestycyjnym.

⁴⁶⁵ Por. Lewandowski A., Michalski T., Taksonomiczna analiza fundamentalna: dynamiczne badanie sytuacyjne, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, nr 2, 2004, s. 155.

Miejsce syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP) w procesie inwestycyjnym zostało przedstawione na rysunku 5.1.

Rysunek 5.1

Miejsce syntetycznego miernika siły fundamentalnej (SMSFP) w procesie inwestycyjnym



Źródło: Opracowanie własne.

Proces inwestycyjny podzielony został na sześć etapów, tj. ustalenie zbioru podmiotów będących przedmiotem analiz, określenie ich siły fundamentalnej (SMSFP), wycenę, porównanie otrzymanych wartości wewnętrznych z cenami na rynku kapitałowym, dobór spółek do portfela inwestycyjnego oraz okresową ocenę i aktualizację składu portfela.

Jak wynika z przedstawionego schematu, SMSFP jest tylko jednym z elementów procesu inwestycyjnego. Celem SMSFP jest stworzenie rankingu podmiotów pod względem ich siły fundamentalnej, tj. uszeregowanie ich w oparciu o wartości SMSFP. Umożliwi to ich hierarchizację z punktu widzenia kompleksowej charakterystyki, której nie można zmierzyć w sposób bezpośredni. Siła fundamentalna jest bowiem cechą ukrytą, nie jest bezpośrednio obserwowalna, a jej oceny trzeba dokonywać za pomocą innych cech obserwowalnych – kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP). Etap ten stanowi zatem swoisty „screening fundamentalny” podmiotów, przeprowadzony w oparciu o wielowymiarową analizę porównawczą.

Nie jest to jednak etap końcowy procesu inwestycyjnego. To, że przedsiębiorstwo charakteryzuje się ponadprzeciętną siłą fundamentalną, nie oznacza jeszcze, że w danych warunkach panujących na rynku kapitałowym będzie dobrą

inwestycją. Trzeba bowiem odróżnić dobrą spółkę od dobrej inwestycji – te dwie rzeczy nie zawsze muszą iść w parze. Może się bowiem okazać, że wartość podmiotu jest przeszacowana i nie stanowi on w danym czasie dobrej okazji inwestycyjnej. SMSFP musi być zatem uzupełniony w późniejszych etapach podejmowania decyzji o wycenę wyselekcjonowanych przedsiębiorstw (etap 3) oraz ustalenie relacji wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa do wartości rynkowej – stopnia przewartościowania lub niedowartościowania, ewentualnie równowagi (etap 4). Szczególnie istotne jest uzyskanie przez inwestora możliwie szerokiego marginesu bezpieczeństwa w postaci nadwyżki wartości wewnętrznej nad cenę rynkową oraz możliwości realizacji dzięki temu ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jak i ochrony wartości inwestycji.

SMSFP stanowi ważne ogniwo poprzedzające etapy 3 i 4. Umożliwia bowiem wyselekcjonowanie z szerokiego grona podmiotów (etap 1) tych najbardziej silnych fundamentalnie, a co za tym idzie, pozwala zaoszczędzić czas oraz nakłady finansowe niezbędne do poniesienia w dalszym procesie inwestycyjnym (ograniczenie analiz do wybranych podmiotów, eliminacja podmiotów niestabilnych i spekulacyjnych⁴⁶⁶). Nawet, gdy walor nie wydaje się w danym momencie atrakcyjny pod względem cen rynkowych, należy pamiętać, że ceny te oscylują wokół wartości wewnętrznej i wiedza o sile fundamentalnej podmiotu może być bardzo przydatna w przyszłości.

SMSFP oraz zbudowany przy jego wykorzystaniu ranking może także stanowić efekt końcowy w przypadku oceny siły fundamentalnej przedsiębiorstw na potrzeby rankingów w gazetach, konkurów itd.⁴⁶⁷.

Zwieńczeniem czterech pierwszych etapów jest dobór podmiotów w oparciu o wybrane charakterystyki i budowa portfela oraz jego okresowa ocena i aktualizacja. Jak pokazują badania⁴⁶⁸ aktualizację w przypadku metod wykorzystujących wielowymiarową analizę porównawczą podmiotów można przeprowadzać mniej więcej raz do roku, co pozostaje w zgodzie z terminami publikacji danych za rok obrotowy przez przedsiębiorstwa.

⁴⁶⁶ Czynione jest tu założenie, że inwestor w pierwszej kolejności zainteresowany jest podmiotami o największej sile fundamentalnej. Preferuje je od podmiotów o niskim standingu fundamentalnym, być może gorzej postrzeganych przez rynek kapitałowy i umożliwiających tym samym wygenerowanie wyższych stóp zwrotu, jednak przy większym ryzyku.

⁴⁶⁷ Autor niniejszej dysertacji był ekspertem ds. oceny ekonomicznej przedsiębiorstw oraz brał czynny udział w pracach nad tworzeniem i rozwojem konkursu „Poznański Lider Przedsiębiorczości” organizowanego przez Urząd Miasta Poznania (edycje I do V). Zdobyte doświadczenia pozwalają stwierdzić, że SMSFP (w tym zbudowany na jego bazie ranking podmiotów) stanowiłby bardzo użyteczne narzędzie w ocenie kandydatów.

⁴⁶⁸ Por. Łuniewska M., Tarczyński W., *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, PWN, Warszawa 2006, s. 90 oraz Tarczyński W., *Fundamentalny...*, wyd. cyt., s. 101.

5.2. Metodologia budowy syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Prezentowana w pracy metodologia wyznaczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP) oparta jest na taksonomicznej mierze rozwoju Z. Hellwiga⁴⁶⁹, a więc wykorzystuje taksonomię i wielowymiarową analizę porównawczą do oceny podmiotów. Koncepcję tę wykorzystuje także W. Tarczyński w konstrukcji taksonomicznej miary atrakcyjności inwestycji (TMAI)⁴⁷⁰. Prezentowana w rozprawie koncepcja różni się jednak od wyżej wymienionej m.in. zakresem rozpatrywanych czynników. Chodzi tu głównie o:

- rozpatrywanie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa przez pryzmat jego wartości wewnętrznej, a co za tym idzie, niewykorzystywanie przy obliczaniu SMSFP miar odnoszących się do wartości rynkowej przedsiębiorstwa (np. P/E, P/BV etc.), jako nie mających bezpośredniego wpływu na siłę fundamentalną i wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa⁴⁷¹,
- odmienne zdefiniowanie kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, podkreślenie konieczności uwzględniania zmiennych niefinansowych (jakościowych) oraz skoncentrowanie uwagi na kwestii tworzenia i ochrony wartości wewnętrznej w przedsiębiorstwie⁴⁷²,
- trzystopniowy proces wyznaczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, tj.:
 - wyznaczanie zmiennej zbiorczej w zakresie sfery finansowej oraz niefinansowej dla obszarów tworzenia oraz ochrony wartości,

⁴⁶⁹ Por. Hellwig Z., Zastosowanie metody taksonomicznej do typologicznego podziału krajów ze względu na poziom ich rozwoju oraz zasoby i strukturę wykwalifikowanych kadr, *Przegląd statystyczny*, 1968, nr 4 oraz Nowak E., *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, PWE, Warszawa 1990, s. 87-89.

⁴⁷⁰ Por. Tarczyński W., *Fundamentalny...*, wyd. cyt., s. 91-111.

⁴⁷¹ W. Tarczyński uwzględnia w TMAI także zmienne z zakresu wartości rynkowej, a wielowymiarowa analiza porównawcza wykorzystana jest w tym mierniku do wskazania „najbardziej atrakcyjnych z punktu widzenia kapitalizacji i najbardziej bezpiecznych z punktu widzenia ryzyka spółek notowanych na giełdzie”. Tarczyński W., *Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji w papiery wartościowe*, *Przegląd Statystyczny*, 1994, nr 3, s. 276.

⁴⁷² W przypadku TMAI, idea tego miernika „polega na ocenie stopnia atrakcyjności spółki na podstawie: wskaźników płynności, wskaźników zadłużenia, wskaźników sprawności, wskaźników zyskowności oraz wskaźników rynkowych”. Tarczyński W., *O pewnym sposobie wyznaczania składu portfela papierów wartościowych*, *Przegląd Statystyczny*, 1995, nr 1, s. 97.

- agregacja zmiennej zbiorczej ze sfery finansowej oraz niefinansowej dla poszczególnych obszarów siły fundamentalnej,
- wyznaczenie syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa w oparciu o zagregowane zmienne z obszaru tworzenia oraz ochrony wartości.

Takie podejście wzbogaca płaszczyznę późniejszych analiz, pozwalając na wyznaczanie i analizę częściowych miar siły fundamentalnej w poszczególnych sferach i obszarach przedsiębiorstwa.

Na szczególne podkreślenie zasługuje pierwsza z wymienionych kwestii. To wartość fundamentalna przedsiębiorstwa kształtuje bowiem cenę akcji na rynku a nie na odwrót. Nie powinno się zatem wykorzystywać w ocenie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa wartości rynkowych walorów, aby nie uzależniać czynnika pierwotnego (wartości wewnętrznej) od czynnika wynikowego (wartości rynkowej).

W. Tarczyński w opracowaniu z 2002 r.⁴⁷³ wykorzystał w procesie wyznaczania TMAI dwa wskaźniki rynkowe, tj. P/E oraz P/BV. Jednak już w późniejszych badaniach stwierdza, że wskaźnik P/E nie ma istotnego wpływu na siłę fundamentalną przedsiębiorstwa i nie powinien być w związku z tym wykorzystywany do jej pomiaru⁴⁷⁴. Wg autora rozprawy jest to zupełnie naturalna konsekwencja wymienionych wcześniej zależności. Gdyby nawet jednak wyniki badań były inne, występowanie istotnej korelacji między P/E a TMAI byłoby tylko dowodem na to, że rynek efektywnie odczytuje wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa, a nie potwierdzeniem wpływu P/E na tę wartość (dotyczy to także innych wskaźników rynkowych). W. Tarczyński podkreśla również dużą niestabilność wskaźnika P/E, niekoniecznie wywołaną zmianami sytuacji przedsiębiorstwa, dodając, że wykorzystanie tego wskaźnika na obecnym etapie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce jest bezcelowe⁴⁷⁵.

Przed zaprezentowaniem wypracowanej metodologii obliczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP), warto przedstawić takie pojęcia, jak taksonomia czy wielowymiarowa analiza porównawcza, które są nierozzerwalnie związane z powyższym miernikiem.

⁴⁷³ Por. Tarczyński W., *Fundamentalny...*, wyd. cyt., s. 106, 107.

⁴⁷⁴ Por. Tarczyński W., *Wskaźniki P/E w aspekcie siły fundamentalnej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, *Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, nr 2, 2004, s. 83.

⁴⁷⁵ Por. tamże, s. 84.

Taksonomia (z gr. *taxis*: układ, porządek; *nomos*: prawo zasada) to „dyscyplina naukowa zajmująca się zasadami i procedurami klasyfikacji (porządkowania, grupowania, dyskryminacji⁴⁷⁶, delimitacji, podziału).”⁴⁷⁷. Klasyfikacja z kolei, to „podział danego zbioru obiektów na rozłączne i wyczerpujące podzbiory (skupiska, klasy, grupy) z punktu widzenia określonego kryterium opartego na cechach klasyfikowanych obiektów. [...] Klasyfikacja jest to niepusta rodzina podzbiorów S_i ($i = 1, 2, \dots, p$) określona na zbiorze obiektów $\Omega \{w_1, w_2, \dots, w_n\}$ i spełniająca następujące warunki:

- rozłączności $S_i \cap S_j = \emptyset$ ($i \neq j; i, j = 1, 2, \dots, p$),
- zupełności $\sum_{i=1}^p S_i = \Omega$.”⁴⁷⁸

Do przesłanek dokonywania klasyfikacji zaliczyć możemy⁴⁷⁹:

- potrzebę zredukowania dużej ilości nagromadzonych informacji, co ma umożliwić łatwiejsze poruszanie się w różnorodnej masie zjawisk oraz wyciąganie wniosków,
- potrzebę określenia jednorodnych przedmiotów analizy, w których łatwiej jest wyodrębnić czynniki systematyczne oraz ewentualne związki przyczynowo-skutkowe,
- konieczność zmniejszenia czasu i kosztów analizy przez ograniczenie rozważań do najbardziej typowych faktów, zjawisk, obiektów, przy stosunkowo niewielkich stratach informacji i niewiele większym prawdopodobieństwie otrzymania zniekształconych rezultatów badania,
- obiektywizację oceny.

Wielowymiarowa analiza porównawcza (WAP) służy z kolei uporządkowaniu zbioru obiektów w celu podjęcia decyzji odnośnie wyboru obiektu według z góry ustalonego kryterium⁴⁸⁰. Należy ona do grupy metod statystycznych, za pomocą

⁴⁷⁶ Warto zaznaczyć, że choć dyskryminacja jest wymieniona w powyższej definicji jako jeden z elementów klasyfikacji, można spotkać opinie, że obydwie te zagadnienia należy rozpatrywać oddzielnie. Klasyfikacja polega bowiem na podziale zbioru obiektów na K klas, przy czym klasy te nie są znane (grupy nie są wcześniej wydzielone). Z kolei dyskryminacja sprowadza się do przydzielenia zbioru obiektów do K klas mających własność jednorodności, a więc charakterystyki klas są przynajmniej częściowo znane i określone w oparciu o inny zbiór obserwacji. Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 18.

⁴⁷⁷ Grabiński T., Wydymus S., Zeliaś A., *Metody taksonomii numerycznej w modelowaniu zjawisk społeczno-gospodarczych*, PWN, Warszawa 1989, s. 9.

⁴⁷⁸ Tamże, s. 9, 10.

⁴⁷⁹ Por. tamże, s. 10.

⁴⁸⁰ Por. tamże, s. 85.

których jednoczesnej analizie poddawane są co najmniej dwie zmienne opisujące badany obiekt (zjawisko). Metody te służą do badania zjawisk złożonych (opisanych za pomocą więcej niż jednej cechy, zmiennej), bezpośrednio niemierzalnych⁴⁸¹.

Wśród metod wykorzystywanych w wielowymiarowej analizie porównawczej wyróżnić można trzy główne grupy, tj.⁴⁸²:

- metody hierarchizacji, w tym metody porządkowania liniowego (pozwalające na liniowe uporządkowanie obiektów według przyjętego kryterium od najlepszego do najgorszego lub na odwrót), metody uporządkowania dendrytowego (nieliniowe uporządkowanie obiektów) i metody hierarchizacji drzewkowej (opierające się na macierzy odległości, w tym metody aglomeracyjne i podziałowe)⁴⁸³,
- metody grupowania, w tym metody bezpośrednie i iteracyjne (pozwalające na osiągnięcie optimum lokalnego), służące do utworzenia zbiorów elementów podobnych do siebie w jakimś sensie,
- metody wyboru, związane z problemem wyboru zmiennych diagnostycznych do badań.

W przypadku syntetycznego miernika siły fundamentalnej kluczową rolę odgrywają metody hierarchizacji, a dokładniej porządkowania liniowego. Wśród metod porządkowania liniowego wyróżnia się metody wzorcowe (opierające się na odległościach poszczególnych obiektów od ustalonego wzorca, punktu odniesienia, np. syntetyczny miernik rozwoju) oraz bezwzorcowe (odnoszące się do wielkości zmiennej syntetycznej, np. metoda sum standaryzowanych wartości)⁴⁸⁴.

Konstrukcja syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, podobnie jak taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji (TMAI), wykorzystuje metodę wzorcową, jaką jest syntetyczny miernik rozwoju. Miernik ten pomaga badać zjawiska ekonomiczne, których nie można bezpośrednio zmierzyć, w tym przypadku siłę fundamentalną przedsiębiorstwa. Jak stwierdzają M. Łuniewska i T. Tarczyński, koncepcja ta, obok wskaźnika względnego poziomu rozwoju bez wzorca (BZW) i uogólnionej miary odległości (GDM), należy do jednej z najczęściej

⁴⁸¹ Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 9, 10.

⁴⁸² Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 18-21.

⁴⁸³ Zarówno metody uporządkowania dendrytowego, jak i hierarchizacji drzewkowej mogą wykazywać jednak brak wyraźnej hierarchizacji obiektów, sprawiać trudności w określeniu, który z nich jest pierwszy, a który następny, oraz sprawiać trudności w interpretacji wyników. Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 20.

⁴⁸⁴ Por. tamże, s. 20.

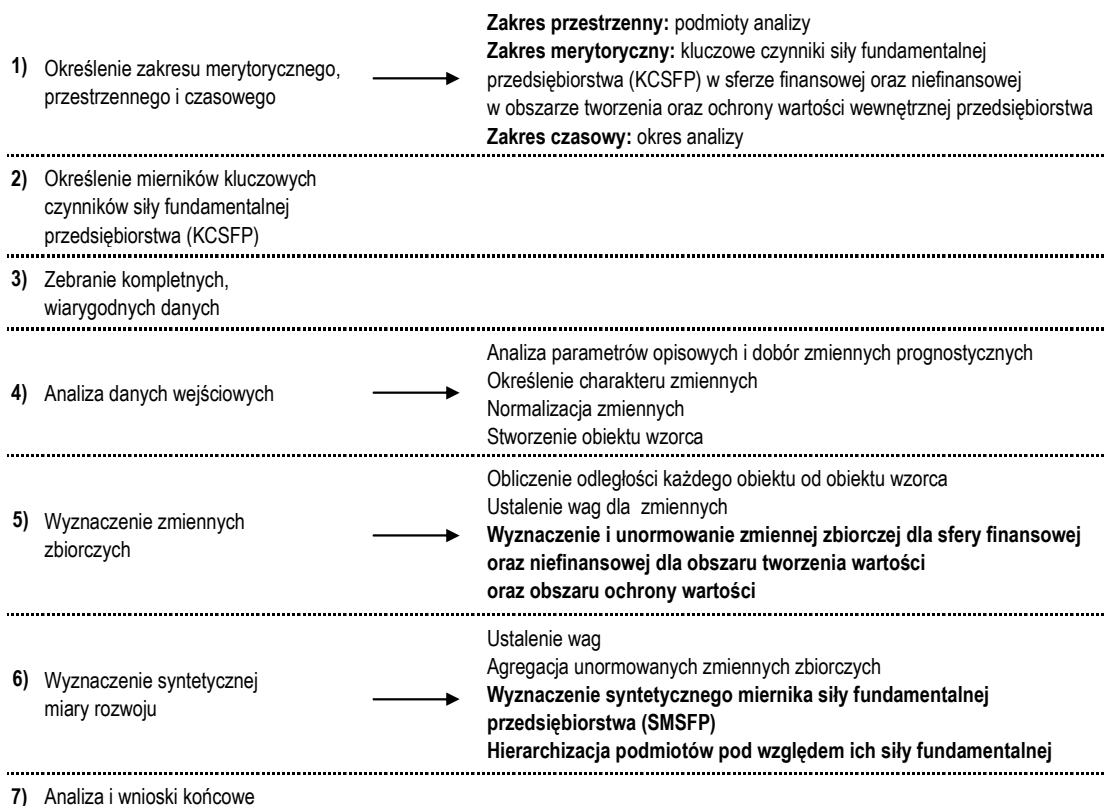
wykorzystywanych w praktyce, a wyniki jej zastosowania na rynku kapitałowym w Polsce potwierdzają jej użyteczność⁴⁸⁵.

Z badań przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym wynika także, że zastosowanie metod wielowymiarowej analizy porównawczej w połączeniu z analizą fundamentalną, a także analizą portfelową, prowadzi do znacznego zwiększenia efektywności inwestycji. Połączenie analiz wielowymiarowych z elementami analizy fundamentalnej pozwala ponadto na wyeliminowanie spółek spekulacyjnych i niestabilnych, a wytypowana przy ich wykorzystaniu baza podmiotów powinna zapewniać zbudowanie portfeli papierów wartościowych stabilnych i spełniających warunek długiego horyzontu inwestycyjnego⁴⁸⁶.

Działania niezbędne do przeprowadzenia w procesie wyznaczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz etapy jego konstrukcji zaprezentowano na rysunku 5.2.

Rysunek 5.2

Etapy i działania w procesie wyznaczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP)



Źródło: Opracowanie własne.

⁴⁸⁵ Por. tamże, s. 53, 54.

⁴⁸⁶ Por. tamże, s. 7, 74, 93.

Etap pierwszy to określenie zakresu przestrzennego, merytorycznego i czasowego analizy. Zakres przestrzenny, choć dotyczy kwestii wyboru podmiotów do badania, warunkuje jednocześnie zakres merytoryczny analizy. Pomimo bowiem dającego się wyodrębnić szerokiego spektrum kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, istnieją także czynniki specyficzne dla danej branży czy też konkretnego podmiotu. W tym kontekście trzeba zadbać o względną jednorodność przedsiębiorstw uwzględnianych w badaniu, a w przypadku porównań międzybranżowych, uwzględnić różnorodny zakres czynników fundamentalnych.

Autor rozprawy jest zdania, że siłę fundamentalną przedsiębiorstwa należy rozpatrywać z punktu widzenia dwóch obszarów, tj. obszaru tworzenia wartości wewnętrznej oraz obszaru jej ochrony, analizując je przez pryzmat czynników finansowych i niefinansowych. Grupy czynników ze sfery finansowej oraz niefinansowej mają względem siebie charakter rozłączny. Pewne zbieżności mogą natomiast występować w obrębie czynników z danej sfery (finansowej lub niefinansowej) dla obszaru tworzenia oraz ochrony wartości – inny jest jednak aspekt, punkt ciężkości ich analizy. W obszarze tworzenia wartości główny nacisk kładziony jest bowiem na rozwój, wzrost, podczas gdy w obszarze ochrony wartości na stabilność, powtarzalności i przewidywalności czynników oraz poszukiwanie źródeł ewentualnych zagrożeń. Przy wyborze zmiennych i doborze wag należy uwzględnić obydwie te aspekty i nie doprowadzić do dublowania się informacji, czy też faworyzowania poszczególnych czynników ze sfery finansowej czy niefinansowej. Konstrukcja miernika jest jednak na tyle otwarta, że można dokonać bardziej szczegółowych (a nawet odmiennych) rozbić KSCFP niż to przedstawiono powyżej.

Etap drugi jest ściśle związany z etapem pierwszym i obejmuje wyznaczenie mierników dla uprzednio zidentyfikowanych kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP). Problem ten jest niezwykle złożony i wybiega poza ramy niniejszej pracy. Nie istnieje bowiem jeden uniwersalny zestaw właściwych mierników. Ich wybór w dalszym ciągu uzależniony jest w znacznym stopniu od podejścia, wiedzy i doświadczenia inwestora, analityka oraz charakterystyki przedsiębiorstwa i branży, w jakiej działa. Przykłady takich mierników, także w ujęciu sektorowym, znaleźć można w opracowaniach czołowych firm konsultingowych, artykułach z zakresu KPI (*key performance indicators*) oraz w raportach przedsiębiorstw⁴⁸⁷. Istnieje zatem możliwość

⁴⁸⁷ Por. m.in. PWC, <http://www.corporatereporting.com>, Marcinkowska M., Niematerialne..., wyd. cyt., s. 212-216.

wypracowania indywidualnych rozwiązań na bazie tych już istniejących. To podejście ma także tę zaletę, że ułatwia porównywanie i znalezienie danych.

Mierniki finansowe mają często charakter wskaźników opóźnionych (*lagging indicators*) w stosunku do zmian wartości i potencjału przedsiębiorstwa. Fakt ten skłania zatem do jeszcze bardziej uważnego przyjrzenia się miernikom niefinansowym, które wg niektórych autorów uznawane są za wskaźniki wyprzedzające (*leading indicators*)⁴⁸⁸. Niestety, te ostatnie stwarzają wiele problemów jeśli chodzi o ich identyfikację, pomiar i kontrolę, co rzutuje także na ich raportowanie przez przedsiębiorstwa.

O ile mierniki finansowe sprawiają na tym tle mniej problemów, o tyle także i one obarczone są dużą dozą subiektywizmu, chociażby ze względu na stosowaną politykę rachunkowości. Niektórzy autorzy⁴⁸⁹ wskazują także na małą przydatność mierników finansowych, tradycyjnych miar efektywności i danych ze sprawozdań w obecnej gospodarce, nazywanej często dla zaakcentowania zmian nową ekonomią/gospodarką (*new economy*) czy gospodarką wiedzy (*knowledge economy*), a która opiera się w znacznej mierze na kapitale intelektualnym i wartościach niematerialnych, czynnikach niefinansowych⁴⁹⁰.

Kolejny etap to zebranie kompletnych i wiarygodnych danych opisujących przedmiot badania oraz wykorzystywanych w wyznaczonych miernikach.

Etap czwarty i piąty to analiza danych wejściowych oraz agregacja zmiennych. Chodzi tu o analizę parametrów opisowych, dobór zmiennych prognostycznych, określenie charakteru zmiennych, ich normalizację oraz stworzenie obiektu wzorca. Wyznaczenie zmiennych zbiorczych odbywa się z kolei poprzez obliczenie odległości każdego obiektu od obiektu wzorca, uwzględnienie wag dla poszczególnych zmiennych i ich agregację w sferze finansowej oraz sferze niefinansowej dla dwóch obszarów kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, tj. obszaru tworzenia wartości oraz obszaru ochrony wartości.

W związku z tym, że etap czwarty i piąty są etapami najbardziej złożonymi, o dużym znaczeniu dla wyznaczania SMSFP, ich szczegółowa metodologia przedstawiona została poniżej⁴⁹¹.

⁴⁸⁸ Por. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., op. cit., s. 16 i Ernst & Young, op. cit., s. 2, 6, 7.

⁴⁸⁹ Por. rozdział IV.1.1. Zakres obowiązkowych ujawnień, s. 172.

⁴⁹⁰ Można również znaleźć badania nie potwierdzające powyższego wniosku. Por. rozdział IV.1.1. Zakres obowiązkowych ujawnień, s. 172.

⁴⁹¹ Przedstawione poniżej kroki oparto na procedurach i rozważaniach zawartych w pracach Hellwig Z., op. cit., Grabiński T., Wydymus S., Zeliaś A., Metody taksonomii..., wyd. cyt., Nowak E., op. cit., Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit. oraz Tarczyński W., Fundamentalny..., wyd. cyt., chyba że wskazano inaczej.

Pierwszy krok, to analiza i dobór zmiennych prognostycznych, zarówno zmiennych ilościowych, jak i jakościowych. Te ostatnie, są często trudne do zidentyfikowania, bądź też sprawiają problemy pod względem pozyskiwania informacji. Jak jednak stwierdza B. Graham i D.L. Dodd, dane ilościowe są użyteczne tylko w takim zakresie, w jakim znajdują poparcie w analizie jakościowej przedsiębiorstwa⁴⁹².

Dobór i analizę zmiennych można przeprowadzić dwuetapowo⁴⁹³:

- etap pierwszy to ustalenie wstępnego zbioru zmiennych, w tym przypadku mierników kluczowych czynników siły fundamentalnej w oparciu o przesłanki merytoryczne w zakresie czynników finansowych oraz niefinansowych tworzenia oraz ochrony wartości wewnętrznej podmiotu. Bardzo ważna jest w tym kontekście gruntowna znajomość przedmiotu badania, znajomość teorii, doświadczenie i zdrowy rozsądek; Wybrane zmienne powinny charakteryzować się możliwie dużym stopniem powiązania z badanym zjawiskiem,
- etap drugi, to redukcja wstępnego zbioru przy wykorzystaniu metod formalnych, ze względu na statystyczne właściwości zmiennych (cech)⁴⁹⁴; Wybrane do modelu zmienne diagnostyczne powinny posiadać następujące własności⁴⁹⁵:
 - nie być skorelowane lub być słabo skorelowane między sobą (wówczas nie zachodzi powielanie tych samych informacji),
 - być silnie skorelowane ze zmiennymi nie wchodzącymi do zespołu diagnostycznego,
 - wykazywać wysoką zmienność wśród wszystkich jednostek zbioru, a niską wśród jednostek wydzielonych grup (eliminacja czynników wspólnych dla wszystkich grup, nie różnicujących ich),
 - nie ulegać wpływom zewnętrznym.

Wyłoniona do modelu grupa zmiennych powinna być też zbilansowana pod względem:

- poziomu szczegółowości (syntetyczne, szczegółowe),
- czasu (horyzont krótko-, długoterminowy),

⁴⁹² Por. Graham B., Dodd D.L., op. cit., s. 474.

⁴⁹³ Por. Nowak E., op. cit, s. 23, 24.

⁴⁹⁴ Więcej informacji na temat doboru zmiennych do modelu i ich redukcji znaleźć można w: Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., Metody doboru zmiennych w modelach ekonometrycznych, PWN, Warszawa 1982.

⁴⁹⁵ Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 19.

- planowania (strategiczne, operacyjne, taktyczne),
- perspektywy (czynniki zewnętrzne, wewnętrzne),
- wskazań (czynniki wyprzedzające, bieżące, opóźnione).

Należy także rozpatrzyć takie charakterystyki zmiennych, jak stopień kontroli i sterowalność, jakość raportowania, wiarygodność, porównywalność i dostępność informacji⁴⁹⁶ oraz nie wykorzystywać zbyt wielu zmiennych odnoszących się do tej samej sfery badanego zjawiska.

Trzeba także rozważyć kwestię stabilności w czasie wyselekcjonowanych zmiennych, a więc na ile obecnie wyłonione zmienne będą także aktualne w przyszłych badaniach. Przynajmniej raz na rok należałoby dokonywać ich weryfikacji.

Wynikiem kroku pierwszego jest dwuwymiarowa macierz X zawierająca przedsiębiorstwa i opisujące je zmienne (mierniki) utworzona dla każdej poszczególnych grup zmiennych (tj. zmiennych ze sfery finansowej oraz niefinansowej dla obszaru tworzenia wartości oraz obszaru ochrony wartości).

$$X = [x_{ij}] \quad (i=1, \dots, n; j=1, \dots, m)$$

gdzie:

n – liczba obiektów (przedsiębiorstw)

m – liczba zmiennych (mierników, cech) w danej sferze w danym obszarze

Drugi krok to określenie charakteru zmiennych, tj. ustalenie czy dana zmienna jest stymulantą, destymulantą czy nominantą. Określenie charakteru zmiennej w przypadku stymulant i destymulant jest z reguły czynnością prostą i odbywa się przez merytoryczne wnioskowanie przy wykorzystaniu wiedzy na temat danego zjawiska⁴⁹⁷. Problemy mogą jednak wystąpić w przypadku określania przedziału pożądanego dla nominant. Z tego też powodu, te ostatnie są często pomijane w badaniach empirycznych⁴⁹⁸.

⁴⁹⁶ Dobór zmiennych do modelu bywa często ograniczony ze względu na dostępność danych. Problem ten może być rozwiązany przez szacowanie brakujących informacji albo badanie danego zjawiska przy użyciu formuł przeznaczonych dla badań na podstawie danych niekompletnych. Por. Nowak E., op. cit., s. 50-62.

⁴⁹⁷ Metody statystyczne pozwalające na określenie charakteru zmiennych znaleźć można w: Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., Metody taksonomii..., wyd. cyt., s. 21-25.

⁴⁹⁸ Por. Wójciak M., Metody oceny ryzyka kredytowego, PWE, Warszawa 2007, s. 41.

Następnie, w celu uproszczenia obliczeń na dalszych etapach wyznaczania SMSFP, zidentyfikowane destymulanty i nominanty zamieniane są na stymulanty. W tym celu wykorzystuje się formułę ilorazową lub różnicową, przy czym wybór uzależniony jest od skali, w jakiej mierzona jest zmienna. Wyróżnić można cztery rodzaje skal, tj.⁴⁹⁹:

- skalę nominalną, dopuszczającą relacje równości i różności, a z arytmetycznego punktu widzenia operacje zliczania zdarzeń (liczba relacji równości, różności),
- skalę porządkową, dopuszczającą powyższe oraz relacje większości i mniejszości, pozwalającą na zliczanie zdarzeń i ich uporządkowanie,
- skalę przedziałową, interwałową, dopuszczającą powyższe oraz dodatkowo relacje równości różnic i przedziałów – zmienna może przyjmować wartości ze zbioru liczb rzeczywistych, a dodatkowe operacje arytmetyczne to dodawanie i odejmowanie,
- skalę ilorazową, która pozwala na przeprowadzanie wszystkich powyższych operacji, a dodatkowo także operacji stosunków między poszczególnymi wartościami skali – zmienna przyjmuje wartości nieujemne, operacje arytmetyczne oprócz powyższych obejmują także mnożenie i dzielenie.

Dwie pierwsze skale zalicza się do skal słabych, dwie ostatnie do mocnych. Poniżej przedstawiono formuły na zamianę destymulant w stymulanty:

$$x_{ij} = \frac{I}{x'_{ij}} \quad (\text{formuła ilorazowa})$$

gdzie:

x'_{ij} – oryginalna wartość j -tej destymulanty w i -tym obiekcie

lub

$$x_{ij} = c_j - x'_{ij} \quad (\text{formuła różnicowa})$$

gdzie:

c_j – stała, która w celu uniknięcia wartości ujemnych może być ustalona na poziomie zgodnym z relacją $c_j \geq \max_i \{x_{ij}\}$

⁴⁹⁹ Por. tamże, s. 39, 40 oraz Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 11.

Z kolei formuły pozwalające na zamianę nominant w stymulanty zaprezentowane zostały poniżej:

$$x_{ij} = \frac{x'_{ij}}{n_j} \quad \text{dla } x'_{ij} \leq n_j \quad (\text{formuła ilorazowa})$$

$$x_{ij} = \frac{n_j}{x'_{ij}} \quad \text{dla } x'_{ij} > n_j$$

lub

$$x_{ij} = x'_{ij} - n_j \quad \text{dla } x'_{ij} \leq n_j \quad (\text{formuła różnicowa})$$

$$x_{ij} = n_j - x'_{ij} \quad \text{dla } x'_{ij} > n_j$$

gdzie:

x'_{ij} – oryginalna wartość j -tej nominanty w i -tym obiekcie

n_j – nominalny poziom j -tej zmiennej (norma)

Należy preferować te formuły przekształcania w stymulanty, które pozwalają na nadanie przekształconym zmiennym interpretacji ekonomicznych⁵⁰⁰.

Trzeci krok to normalizacja macierzy X (ze sfery finansowej oraz niefinansowej w obszarze tworzenia wartości oraz obszarze ochrony wartości) i przedstawienie zmiennych w postaci znormalizowanej macierzy $Z = [z_{ij}]$ dla każdej z powyższych grup zmiennych. Dość często stosuje się w tym celu standaryzację zmiennych na $0-1$, która oznacza, że każda zmienna diagnostyczna po tej operacji ma wartość średnią równą 0 i odchylenie standardowe równe 1 ⁵⁰¹. Standaryzację tę wykonuje się za pomocą następującej formuły:

$$z_{ij} = \frac{x_{ij} - \bar{x}_j}{S_j} \quad (i=1, \dots, n; j=1, \dots, m)$$

gdzie:

z_{ij} – znormalizowana obserwacja x_{ij} z macierzy X

\bar{x}_j – średnia arytmetyczna dla j -tej zmiennej

S_j – odchylenie standardowe j -tej zmiennej

⁵⁰⁰ Por. Nowak E., op. cit., s. 87.

⁵⁰¹ Por. Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., Metody taksonomii..., wyd. cyt., s. 28. Przykłady innych formuł normowania zmiennych w zakresie standaryzacji, unitaryzacji, przekształceń ilorazowych i rangowania można znaleźć w: Tarczyński W., Fundamentalny..., wyd. cyt., s. 96, 97, Wójciak M., op. cit., s. 49-55, Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., Metody taksonomii..., wyd. cyt., s. 27-29, 119, 193, 194, Nowak E., op. cit., s. 38, 39, 89, 90.

Kolejny krok w wyznaczaniu SMSFP, to stworzenie obiektu wzorca w obrębie każdej grupy zmiennych (tj. dla zmiennych ze sfery finansowej oraz niefinansowej w obszarze tworzenia wartości oraz w obszarze ochrony wartości). Procedura ta polega na wyborze z każdej kolumny macierzy Z wartości największej:

$$z_{01}, z_{02}, \dots, z_{0m}; \quad z_{0m} = \max_i \{z_{ij}\}$$

W ten sposób uzyskuje się obiekt wzorzec o współrzędnych z_{0j} ($j=1, \dots, m$), tj. najlepszych, znormalizowanych wartościach poszczególnych zmiennych zaobserwowanych w analizowanych obiektach⁵⁰². Jak zatem widać konstrukcja SMSFP opiera się na wzorcu abstrakcyjnym, chyba, że zdarzy się tak, że jakiś podmiot dominuje nad innymi we wszystkich branżach pod uwagę charakterystykach. Obiekt wzorcowy zmienia się dynamicznie wraz ze zmianą wartości poszczególnych zmiennych w danych latach, co można pożytywać za walor miernika. Pozwala to bowiem na uwzględnienie zmian w zakresie czynników makro- i mikroekonomicznych oraz ich wpływu na sytuację przedsiębiorstw w poszczególnych latach analizy.

Piąty krok to obliczenie odległości każdego obiektu od obiektu wzorca w obrębie każdej grupy zmiennych, tj. dla zmiennych ze sfery finansowej oraz niefinansowej dla obszaru tworzenia wartości oraz obszaru ochrony wartości. Im ta odległość mniejsza, tym lepiej. Najbardziej ogólną formułą na wyznaczanie odległości jest wzór Minkowskiego (im mniejsze d_i tym lepiej)⁵⁰³:

$$d_i = \sqrt[p]{\frac{\sum_{j=1}^m |z_{ij} - z_{0j}|^p}{m}}$$

gdzie:

d_i – odległość i -tego obiektu od wzorca

z_{ij} – znormalizowana obserwacja x_{ij} z macierzy X

⁵⁰² Współrzędne obiektu wzorca można także określić na podstawie opinii ekspertów czy też prognozowanych danych, planów. Por. Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., Metody taksonomii..., wyd. cyt., s. 31.

⁵⁰³ Inne formuły na obliczanie odległości można znaleźć w: Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., Metody taksonomii..., wyd. cyt., s. 29-31. Warto zwrócić również uwagę na formuły prezentowane przez E. Nowaka dotyczące wskaźników podobieństwa, odległości obiektów opisywanych przez zmienne jakościowe, cechy rangowe czy też uniwersalne miary podobieństwa dla zróżnicowanych rodzajów cech. Por. Nowak E., op. cit., s. 42-45.

z_{0j} – obiekt wzorcowy dla j -tej zmiennej

m – liczba zmiennych (mierników)

p – parametr definiujący rodzaj odległości, dla $p=1$ otrzymuje się odległość miejską (Hamminga), dla $p=2$ otrzymuje się odległość Euklidesa

Jedną z najczęściej stosowanych w praktyce jest odległość Euklidesa, zatem dla $p=2$ wzór przyjmuje następującą formę:

$$d_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^m (z_{ij} - z_{0j})^2}{m}}$$

W związku z tym, że na wcześniejszych etapach konstrukcji miernika dokonano procesu standaryzacji zmiennych, może zachodzić potrzeba hierarchizacji cech, w celu oddania ich istotności dla badanego zagadnienia, poprzez przypisanie im odpowiednich wag. W procesie standaryzacji dochodzi bowiem do wyrównania dyspersji oraz poziomu cech, co powoduje, że każda ze zmiennych wpływa w jednakowym stopniu na wyniki⁵⁰⁴.

Ostatni krok polega zatem na nadaniu wag poszczególnym zmiennym i zmodyfikowaniu wcześniej zaprezentowanego wzoru w celu uwzględnienia w mierniku niejednakowego wpływu poszczególnych zmiennych. Wzór ten modyfikuje się w następujący sposób⁵⁰⁵:

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

Ze względu na charakter, można wyróżnić dwa rodzaje wag⁵⁰⁶:

- wagi merytoryczne, ustalane najczęściej metodą ekspercką, dotyczą merytorycznych własności zmiennych,
- wagi statystyczne, ustalane za pomocą narzędzi statystycznych, dotyczą statystycznych własności zmiennych⁵⁰⁷.

⁵⁰⁴ Por. Pluta W., Wielowymiarowa analiza porównawcza w modelowaniu ekonometrycznym, PWN, Warszawa 1986, s. 117.

⁵⁰⁵ Por. Nowak E., op. cit., s. 40.

⁵⁰⁶ Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 44.

Wagi powinny być unormowane, a ich suma dla wszystkich zmiennych powinna być równa 1.

$$0 \leq w_j \leq 1; \quad \sum_{j=1}^m w_j = 1 \quad (j = 1, 2, \dots, m)$$

gdzie:

w_j – waga j -tej zmiennej (j -tego miernika)

Brak jest jednolitych zaleceń co do sposobu określania wag, jak i tego, czy wagi takie w ogóle stosować⁵⁰⁸. Jak pokazują przytaczane przez M. Łuniewską i W. Tarczyńskiego badania, uwzględnienie wag nie wpływa z reguły istotnie na wyniki klasyfikacji⁵⁰⁹. Z tego też względu w badaniach empirycznych przeważają systemy

wag stałych ($w_j = \frac{1}{m}$, $j = 1, \dots, m$) zakładające równą istotność każdej z cech⁵¹⁰. Z

kolei E. Nowak sugeruje, że podstawowe znaczenie dla wiarygodności wyników klasyfikacji mają wagi określone merytorycznie, a te wyznaczone metodami statystycznymi powinny być traktowane uzupełniająco⁵¹¹. W przypadku wyboru wag statystycznych zalecane jest na ogół użycie wag preferujących mierniki o największej zmienności, najbardziej różnicujące badane zjawisko lub ustalone odwrotnie proporcjonalnie co do błędu pomiaru zmiennych⁵¹².

Zmienna zbiorcza d_i nie jest unormowana, co może utrudniać dalszą analizę, warto więc skorzystać z następującej formuły:

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

gdzie:

z_i – unormowana zmienna zbiorcza dla i -tego obiektu wyznaczona dla danej sfery w danym obszarze

d_i – odległość i -tego obiektu od wzorca wyznaczona ze wzoru Minkowskiego

d_0 – norma zapewniająca przyjmowanie przez z_i wartości z przedziału od 0 do 1

⁵⁰⁷ Przykłady formuł na dobór wag statystycznych znaleźć można w: Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., *Metody taksonomii...*, wyd. cyt., s. 117.

⁵⁰⁸ Por. tamże, s. 25.

⁵⁰⁹ Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 60.

⁵¹⁰ Por. Wójciak M., op. cit., s. 56.

⁵¹¹ Por. Nowak E., op. cit., s. 35.

⁵¹² Por. Tarczyński W., *Fundamentalny...*, wyd. cyt., s. 100, Grabiński T, Wydymus S., Zeliaś A., *Metody taksonomii...*, wyd. cyt., s. 25.

Im z_i bliższy 1, tym obiekt jest bliższy wzorcowi, im bliższy 0, tym poziom rozwoju badanego zjawiska w danym obiekcie jest niższy.

Jako normę d_0 , zleca się przyjmować⁵¹³:

$$d_0 = \bar{d}_i + aS_d$$

gdzie:

\bar{d}_i – średnia arytmetyczna zmiennej d_i

S_d – odchylenie standardowe zmiennej d_i

a – parametr, za który często przyjmuje się stałą 2 lub 3 (co wynika z reguły 3 *sigm* i założeń rozkładu normalnego)⁵¹⁴, lepiej jest jednak wykorzystać poniższy wzór, co gwarantuje otrzymanie z_i w przedziale 0-1⁵¹⁵:

$$a \geq \frac{d_{i \max} - \bar{d}_i}{S_d}$$

gdzie:

$d_{i \max}$ – maksymalna wartość d_i

Końcowym efektem etapu piątego i szóstego jest zatem otrzymanie dla każdego z analizowanych przedsiębiorstw unormowanych zmiennych zbiorczych (z_i) dotyczących sfery finansowej oraz niefinansowej, zarówno w obszarze tworzenia wartości, jak i w obszarze ochrony wartości.

Etap szósty sprowadza się więc do agregacji unormowanych zmiennych zbiorczych (z_i) ze sfery finansowej oraz niefinansowej w obrębie danego obszaru, a następnie wyznaczenia syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP) poprzez agregację uzyskanych zmiennych dla obszarów. Ze względu na fakt, iż wszystkie zmienne zbiorcze, zagregowane są unormowane (ich wyniki przyjmują wartości od 0 do 1), syntetyczny miernik siły fundamentalnej przedsiębiorstwa można wyznaczyć przez proste wyliczenie średniej arytmetycznej ze wskazań mierników zbiorczych dla poszczególnych sfer, obszarów KSCFP.

⁵¹³ Inne formuły przyjmowane dla normy d_0 odnaleźć można w: Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 43, 44.

⁵¹⁴ Por. Pluta W., op. cit., s. 119.

⁵¹⁵ Por. Łuniewska M., Tarczyński W., op. cit., s. 44.

Również i na tym etapie istnieje możliwość uwzględnienia wag, tj. użycia średniej ważonej, w celu odzwierciedlenia istotności poszczególnych grup czynników.

$$SMSFP_i = w_{otw} \cdot (w_{sf_otw} \cdot z_{sf_otw_i} + w_{snf_otw} \cdot z_{snf_otw_i}) + w_{oow} \cdot (w_{sf_oow} \cdot z_{sf_oow_i} + w_{snf_oow} \cdot z_{snf_oow_i})$$

gdzie:

$SMSFP_i$ – syntetyczny miernik siły fundamentalnej dla i -tego przedsiębiorstwa

w_{otw} , w_{oow} , w_{sf_otw} , w_{snf_otw} , w_{sf_oow} , w_{snf_oow} – waga obszaru tworzenia wartości, obszaru ochrony wartości, sfery finansowej i niefinansowej w obszarze tworzenia wartości, sfery finansowej i niefinansowej w obszarze ochrony wartości ($0 \leq w \leq 1$; $w_{otw} + w_{oow} = 1$; $w_{sf_otw} + w_{snf_otw} = 1$; $w_{sf_oow} + w_{snf_oow} = 1$)

$z_{sf_otw_i}$, $z_{snf_otw_i}$, $z_{sf_oow_i}$, $z_{snf_oow_i}$ – unormowana zmienna zbiorcza dla i -tego przedsiębiorstwa wyznaczona dla sfery finansowej i niefinansowej w obszarze tworzenia wartości oraz w obszarze ochrony wartości

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa będzie tym większa, im większy poziom osiągnie $SMSFP_i$, a więc im większa łączna wartość zmiennych zbiorczych ze sfery finansowej oraz niefinansowej w zakresie obszaru tworzenia oraz ochrony wartości.

Etap siódmy to analiza i wnioski końcowe, a więc uważna ocena otrzymanych wyników i sformułowanie na ich bazie rekomendacji oraz konkluzji. Uzyskane wyniki warto analizować nie tylko skupiając się na miarach dla poszczególnej spółki, ale także w przekroju sektorowym, w oparciu o przynależność spółek do konkretnej branży. Takie podejście umożliwi bowiem wyłonienie najbardziej atrakcyjnej fundamentalnie branży⁵¹⁶ (tj. takiej, do której przynależą spółki o największym poziomie SMSFP) oraz pozwoli uchwycić wpływ warunków makro- i mikrootoczenia na poszczególne branże. W analizie końcowej pomocne może być przedstawienie otrzymanych wyników dla poszczególnych podmiotów w postaci tabeli czy też wykresu.

⁵¹⁶ O ile inwestor nie dokonał już założenia dotyczącego atrakcyjności branży a priori, ograniczając zbiór spółek wziętych do analizy w modelu SMSFP do konkretnego, interesującego go sektora.

Poniżej przedstawiono przykład takiej prezentacji w kontekście syntetycznego miernika siły fundamentalnej, z uwzględnieniem szczegółowych wyników w zakresie poszczególnych sfer i obszarów siły fundamentalnej badanych przedsiębiorstw.

Tabela 5.1

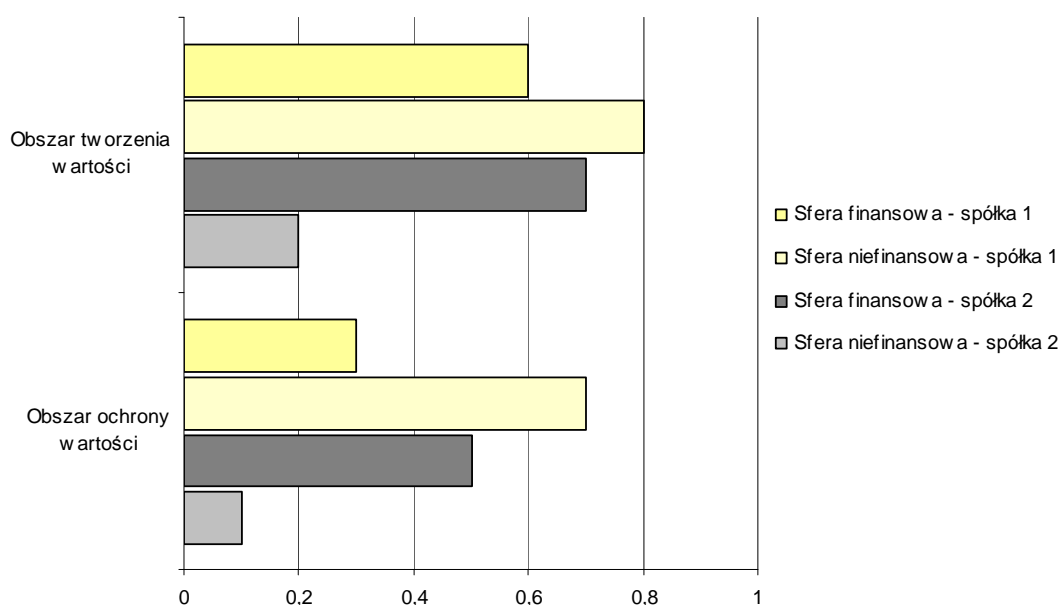
Siła fundamentalna jako funkcja dwóch obszarów i dwóch sfer – przykład tabeli

Wyszczególnienie	Obszar tworzenia wartości		Obszar ochrony wartości		SMSFP
	Sfera finansowa	Sfera niefinansowa	Sfera finansowa	Sfera niefinansowa	
Spółka 1					
Łącznie:					
Spółka 2					
Łącznie:					
Spółka ...					
Łącznie:					

Źródło: Opracowanie własne.

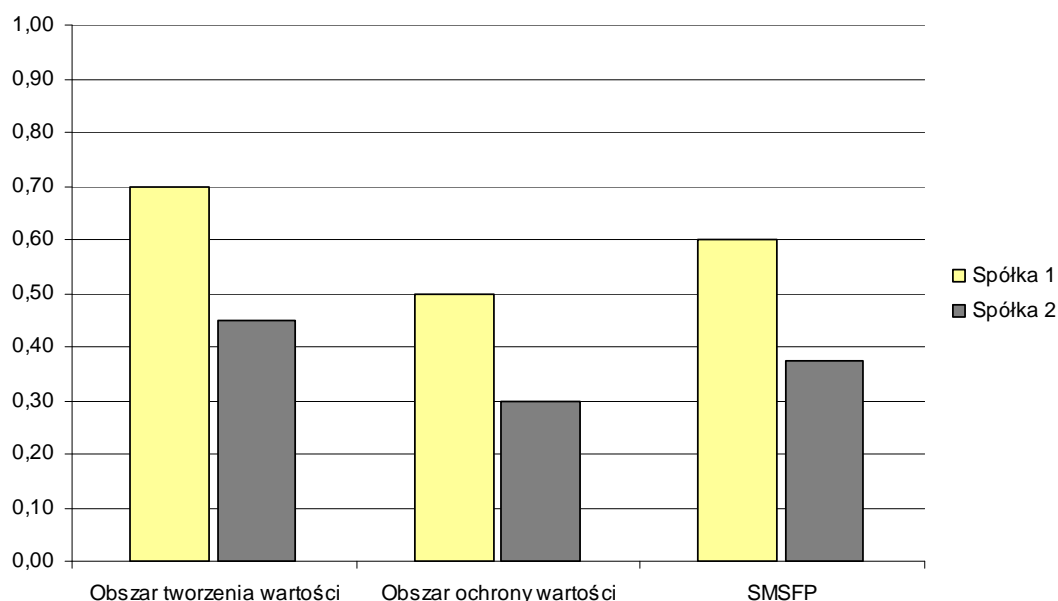
Rysunek 5.3

Siła fundamentalna jako funkcja dwóch obszarów i dwóch sfer – przykład wykresu



Źródło: Opracowanie własne.

Siła fundamentalna jako funkcja dwóch obszarów – przykład wykresu



Źródło: Opracowanie własne.

Syntetyczny miernik siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP) stanowić ma szkielet oceny atrakcyjności fundamentalnej podmiotów na tle konkurencji. Miernik ten pozwala na przeprowadzenie „screeningu fundamentalnego” podmiotów, a więc ich oceny, hierarchizacji pod względem siły fundamentalnej. Umożliwia on kompleksowe ujęcie kluczowych sfer siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, ich integrację oraz porównanie w procesie analizy, co pozwala na uzyskanie zrównoważonego spojrzenia na przedsiębiorstwo, zarówno jeśli chodzi o sfery kluczowych czynników siły fundamentalnej (te finansowe i niefinansowe), jak i obszary siły fundamentalnej, a więc tworzenie i ochronę wartości wewnętrznej.

Aby zagwarantować miernikowi niezbędną uniwersalność, wpisana jest w niego pewna swoboda aplikacyjna, przejawiająca się w możliwości dostosowania go do indywidualnych potrzeb użytkownika czy też adaptacji na potrzeby konkretnej branży. Elastyczność ta ujawnia się m.in. w wyborze kluczowych czynników siły fundamentalnej, ich podziale na jednolite pod względem rodzaju grupy, przyjęciu dla nich mierników, ustaleniu wag w kontekście obliczania zmiennych zbiorczych czy też ich agregacji w procesie wyznaczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Zakończenie

Potrzeba nieustannej, kompleksowej analizy przedsiębiorstw skłania do poszukiwania coraz to nowych sposobów syntetycznej oceny i pomiaru ich kondycji oraz potencjału. Mimo powszechnego użycia w tym kontekście pojęcia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, kwestia ta nie została wystarczająco dobrze rozpoznana, zarówno pod względem definicji tego terminu, jak i identyfikacji czynników kształtujących siłę fundamentalną czy też sposobów jej pomiaru.

Z wyżej wymienionych powodów, a w szczególności ze względu na potrzeby praktyki gospodarczej, dokonano w tym zakresie rozważań teoretycznych, jak również opracowano warstwę projektową rozprawy.

Za główny cel dysertacji przyjęto zdefiniowanie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, zidentyfikowanie kluczowych czynników ją kształtujących oraz opracowanie syntetycznego miernika, który pozwala na hierarchizację przedsiębiorstw pod względem siły fundamentalnej.

Aby cel główny pracy mógł zostać zrealizowany, sformułowano osiem celów częściowych, które doprowadziły do:

- identyfikacji koncepcji oraz standardów wartości leżących u podstaw siły fundamentalnej przedsiębiorstwa,
- ustalenia relacji między wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa a jego wartością rynkową,
- wypracowania definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa,
- identyfikacji i usystematyzowania czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa,
- identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP),
- rozpoznania przyczyn i skutków luki wartości oraz określenia sposobów jej zamykania,
- skonstruowania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP).

Rezultaty pracy można rozpatrywać przez stopień realizacji powyższych celów.

W rozprawie dokonano prezentacji oraz usystematyzowania różnych koncepcji i standardów wartości przedsiębiorstwa, stwierdzając, że wartość ta powinna być rozpatrywana przez pryzmat „oświeconej” wartości dla akcjonariuszy, a rozważania

powinny koncentrować się na wartości wewnętrznej podmiotu. Na szczególne podkreślenie zasługuje ten ostatni fakt. W rozprawie dokonano wyraźnego rozróżnienia między wartością wewnętrzną podmiotu i jego wartością rynkową. Wykazano jednocześnie, że wartości te nie muszą być sobie równe. W związku z powyższym, oraz biorąc pod uwagę fakt, że to wartość wewnętrzna jest pierwotna w stosunku do wartości rynkowej, dalsze rozważania prowadzone były w oparciu o kategorię wartości wewnętrznej.

Ujęcie to znalazło swoje odzwierciedlenie w kolejnym rezultacie pracy, jakim jest opracowanie autorskiej definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz zdeterminowało sposób analizy czynników ją kształtujących. Dotychczasowy dorobek w tym obszarze pozostawiał luki, czego konsekwencją było niedookreślenie terminu siła fundamentalna, a co za tym idzie problemy w identyfikacji czynników na nią oddziałujących.

Istotnym rezultatem rozprawy było zatem zidentyfikowanie i usystematyzowanie źródeł oraz czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, w tym przedstawienie ujęcia modelowego siły fundamentalnej. Powyższe czynniki podzielono na czynniki pierwotne i wtórne, w zależności od źródeł, z jakich wypływają (odpowiednio z makrootoczenia lub mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa) oraz stopnia, w jakim przedsiębiorstwo może na nie wpływać.

Bardziej szczegółowe ujęcie wyżej wymienionych elementów stanowi identyfikacja kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) oraz ich pogrupowanie i usystematyzowanie. Analiza siły fundamentalnej nie ogranicza się wyłącznie do oceny tworzenia wartości wewnętrznej, lecz obejmuje także obszar jej ochrony. W obrębie wyżej wymienionych obszarów dokonano rozbicia kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa na dwie sfery – sferę finansową oraz sferę niefinansową. Niniejszym podkreślono konieczność oceny siły fundamentalnej w sposób kompleksowy, biorąc pod uwagę czynniki materialne i niematerialne oraz dbając o to, aby potencjałowi do tworzenia wartości towarzyszył również potencjał do jej ochrony. Na szczególne podkreślenie zasługuje ten ostatni aspekt, który bywa często pomijany w analizach, a który umożliwić ma inwestorowi osiągnięcie satysfakcjonujących go zysków przy ograniczonym ryzyku.

Kolejnym z rezultatów pracy jest identyfikacja czynników wpływających na lukę wartości, a więc odmienne postrzeganie wartości przedsiębiorstwa przez osoby z wewnątrz oraz otoczenie. W otoczeniu może dochodzić bowiem do niepełnego

odczytywania siły fundamentalnej przedsiębiorstwa i jego wartości, za co w dużej mierze odpowiedzialna jest istniejąca na rynku asymetria informacji. W rozprawie podkreślono wagę efektywnej komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem i zaproponowano rozwiązania, koncepcje, takie jak corporate governance i value reporting, które mają usprawnić tę komunikację i przyczynić się do zamykania luki wartości. W pracy dokonano także usystematyzowania wymogów informacyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw funkcjonujących w Polsce, zaprezentowano przykładowe źródła informacji z zakresu makro- i mikrootoczenia oraz przeanalizowano aspekt wiarygodności danych prezentowanych przez przedsiębiorstwa.

Zwieńczeniem rozprawy są rozwiązania w warstwie projektowej, a więc przedstawienie konstrukcji syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP), pozwalającego na hierarchizację podmiotów pod względem siły fundamentalnej oraz wskazanie miejsca zaproponowanego narzędzia w procesie inwestycyjnym.

W świetle powyższych rezultatów rozprawy można sformułować wniosek, że zawarte w niej przemyślenia, a także warstwa projektowa, posiadają wartości aplikacyjne. Zaprezentowane rozważania i narzędzia mogą być z powodzeniem wykorzystywane przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi, inwestorów indywidualnych, analityków i menedżerów do analizy czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz dokonywania kompleksowych porównań między podmiotami, przeprowadzania „screeningu fundamentalnego” przedsiębiorstw. Zaprezentowane rozwiązania w warstwie teoretyczno-projektowej powinny także sprzyjać wzrostowi świadomości inwestycyjnej uczestników rynków, a tym samym pozytywnie oddziaływać na efektywność oraz racjonalność podejmowanych decyzji. Przedstawiony syntetyczny miernik siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP) ma charakter otwarty, uniwersalny, istnieje zatem możliwość jego uszczegółowienia, jak i adaptacji na potrzeby konkretnych uczestników rynku oraz analizowanych przez nich podmiotów.

Warto w tym kontekście pamiętać o następujących wnioskach płynących z niniejszej pracy, tj.:

- koncepcja siły fundamentalnej zakłada racjonalność uczestników rynku, zakłada, że potrafią oni oprzeć się tłumowi i jego psychologii, charakteryzują się cierpliwością (horyzont inwestycji średnio i długoterminowy), dyscypliną, awersją do ryzyka oraz że posiadają umiejętność wartościowania aktywów na podstawie dostępnych informacji,

- rynek kapitałowy powinien być efektywny w stopniu dostatecznym, tzn. w takim, aby napływające dane i przeprowadzane na ich bazie analizy wykazywały związek (możliwie silny) z kształtowaniem się cen na rynku kapitałowym,
- należy dokonywać rozróżnienia między wartością wewnętrzną a rynkową podmiotu oraz pamiętać, że wartości te nie muszą być sobie równe,
- w koncepcji tej chodzi o zapewnienie satysfakcjonujących zysków przy ograniczonym ryzyku, a nie maksymalizację dochodu za wszelką cenę,
- dobra spółka to niekoniecznie dobra inwestycja – chodzi o poszukiwanie spółek niedowartościowanych, charakteryzujących się jednak odpowiednią siłą fundamentalną, a unikanie spółek spekulacyjnych, których potencjał do wzrostu może być iluzoryczny lub krótkookresowy,
- siłę fundamentalną podmiotu zawsze należy rozpatrywać kompleksowo, tzn. brać pod uwagę zarówno czynniki finansowe, jak i niefinansowe (aktywa materialne i niematerialne), a także analizować nie tylko potencjał podmiotu do tworzenia wartości, ale również potencjał do jej ochrony,
- należy pamiętać o miejscu syntetycznego miernika siły fundamentalnej (SMSFP) w procesie inwestycyjnym – miernik ten nie służy określaniu siły czy wartości fundamentalnej w wartościach absolutnych, ale do hierarchizowania podmiotów pod względem tej siły (ujęcie relatywne).

Na koniec należy także zwrócić uwagę na pewne niedoskonałości, ograniczenia warstwy teoretycznej i projektowej rozprawy, które wiążą się z niezwykle szerokim zagadnieniem, jakim jest siła fundamentalna i wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa. Ze względu na fakt, iż rozważania prowadzone były w wielu obszarach, tj. w obszarze makroekonomii, finansów, analizy strategicznej, analizy fundamentalnej, analizy ekonomicznej, rynków kapitałowych, rachunkowości, corporate governance, value reporting oraz statystyki, taksonomii czy wielowymiarowej analizy porównawczej, nie jest możliwe ujęcie wszystkich zagadnień z wystarczającą szczegółowością. Niezbędnym okazało się zatem poczynienie pewnych uproszczeń i założeń w warstwie teoretycznej oraz projektowej, aby sprostać wyzwaniu, jakim jest identyfikacja i mierzenie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Kolejny problem dotyczy kwestii aplikacyjnej syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP), gdzie napotyka się na trudności związane z brakiem odpowiednich informacji, co może

ograniczać zbiór potencjalnych zmiennych uwzględnianych w modelu. Kolejna kwestia to wyznaczenie odpowiednich mierników dla zidentyfikowanych kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP). Zagadnienie to, ze względu na duże zróżnicowanie mierników w poszczególnych branżach, przedsiębiorstwach oraz indywidualne podejście inwestorów, a przede wszystkim na szeroki zakres tego problemu (wykraczający poza ramy niniejszej pracy), nie było tematem szerszych rozważań w rozprawie.

Biorąc powyższe pod uwagę, dalsze badania powinny koncentrować się na uszczegóławianiu kluczowych czynników siły fundamentalnej w sferze finansowej i niefinansowej w obszarach tworzenia oraz ochrony wartości wewnętrznej, przy jednoczesnym uwzględnianiu specyfiki branżowej, a także innych uwarunkowań. Interesującym uzupełnieniem rozprawy byłoby także opracowanie w tym kontekście mierników, które w sposób najpełniejszy odzwierciedlałyby zidentyfikowane kluczowe czynniki siły fundamentalnej. Kwestią wartą rozpatrzenia jest także analiza relacji między siłą fundamentalną przedsiębiorstwa a jego wartością rynkową.

Spis rysunków

1.1. Porównanie czynników tworzących wartość wewnętrzną i wartość rynkową akcji.....	34
1.2. Czynniki wpływające na bieżącą cenę akcji.....	35
1.3. Teoria impulsu.....	35
1.4. Oscylacja cen wokół wartości fundamentalnej.....	37
1.5. Oscylacja cen wokół trendu wywołanego modą.....	37
1.6. Trzy aspekty siły fundamentalnej – kontinuum.....	44
2.1. Źródła oraz czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa – ujęcie modelowe.....	47
2.2. Powiązania między głównymi czynnikami pierwotnymi siły fundamentalnej....	50
2.3. System łańcuchów wartości.....	64
2.4. Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa w ujęciu strategicznej karty wyników (BSC).....	78
2.5. Determinanty wartości dochodowej przedsiębiorstwa.....	81
2.6. Czynniki wartości dochodowej przedsiębiorstwa w aspekcie decyzji operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych.....	83
2.7. Mapa wartości.....	85
2.8. Najczęściej wyznawane wartości w skali międzynarodowej.....	90
2.9. Najczęściej wyznawane wartości w przedsiębiorstwach Polsce.....	90
3.1. Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa – schemat ogólny..	143
4.1. Źródła luki wartości.....	156
4.2. Siła fundamentalna przedsiębiorstwa – schemat powiązań.....	158
4.3. Istotność a adekwatność kluczowych elementów sprawozdania finansowego...	169
4.4. Istotność a adekwatność informacji kontekstowych w sprawozdaniu finansowym..	169
4.5. Struktura raportu rocznego przedsiębiorstwa.....	175
4.6. XBRL i sprawozdawczość finansowa.....	176
4.7. Stopień swobody w kształtowaniu przez zarządzających publikowanych danych finansowych (wg opinii inwestorów).....	179
4.8. Obszary kluczowych informacji i analiz w raportowaniu wartości.....	196
5.1. Miejsce syntetycznego miernika siły fundamentalnej (SMSFP) w procesie inwestycyjnym.....	212
5.2. Etapy i działania w procesie wyznaczania syntetycznego miernika siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (SMSFP).....	218
5.3. Siła fundamentalna jako funkcja dwóch obszarów i dwóch sfer – przykład wykres.....	230
5.4. Siła fundamentalna jako funkcja dwóch obszarów – przykład wykresu.....	231

Spis tabel

1.1.	Interesariusze – ich cele, oczekiwania i korzyści	17
1.2.	Rodzaje inwestorów i ich obszary poszukiwań czynników tworzących wartość	25
2.1.	Czynniki determinujące atrakcyjność sektora oraz pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa	59
2.2.	Korzyści strategiczne wynikające z faktu posiadania konkurentów	61
2.3.	Pożądane przez przedsiębiorstwo rezultaty biznesowe z punktu widzenia kluczowych umiejętności i zasobów interesariuszy	63
2.4.	Przykładowe czynniki wartości w przekroju działań łańcucha wartości przedsiębiorstwa	65
2.5.	Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa w ujęciu monitora aktywów niematerialnych (IAM)	77
2.6.	Działania ze sfery wewnętrznej przedsiębiorstwa tworzące jego wartość – łańcuch powiększania wartości	84
2.7.	Obszar możliwych do podjęcia działań tworzących wartość	86
2.8.	Obszary zainteresowań analityków przeprowadzających analizę spółki	94
2.9.	Źródła informacji w obszarze makrootoczenia w Polsce	97
2.10.	Źródła informacji w obszarze mikrootoczenia w Polsce	98
2.11.	Kalendarz udostępniania danych przez NBP w 2008 r.	100
2.12.	Kalendarz publikacji wskaźników inflacji bazowej w 2008 r.	100
2.13.	Harmonogram posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej w 2008 r.	100
2.14.	Informacje objęte Specjalnym Standardem Upowszechniania Danych (The Special Data Dissemination Standard – SDDS).....	101
2.15.	Harmonogram terminów publikowania informacji bieżących, wyników wstępnych wydawanych przez GUS w 2008 r.	102
3.1.	Badania wykorzystane w procesie identyfikacji KCSFP w obszarze tworzenia wartości	111
3.2.	Kluczowe czynniki efektywności wg zarządzających w branży high-tech....	113
3.3.	Ranking niefinansowych czynników wartości przedsiębiorstwa wg analityków ..	114
3.4.	Ranking niefinansowych czynników wartości przedsiębiorstwa wg inwestorów ..	115
3.5.	Ranking grup czynników niefinansowych tworzenia wartości w opinii polskich menedżerów i analityków	118
3.6.	Ranking najważniejszych czynników niefinansowych w opinii polskich menedżerów i analityków (wagi uśrednione).....	119
3.7.	Źródła wysokiej efektywności przedsiębiorstw.....	123
3.8.	Badania, modele, ratingi, regulacje i zalecenia wykorzystane w procesie identyfikacji KCSFP w obszarze ochrony wartości	128
3.9.	Sfery analizy w polskich modelach dyskryminacyjnych.....	130
3.10.	Czynniki finansowe analizowane przez agencje ratingowe na przykładzie Standard & Poor's i FitchRatings	136
3.11.	Wskaźniki wykorzystywane w bankach komercyjnych do oceny ilościowej w latach 2001-2002	139

3.12. Wskaźniki wykorzystywane w bankach komercyjnych do oceny ilościowej w 2003 roku.....	140
3.13. Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) – ujęcie szczegółowe	144
4.1. Charakterystyka głównych modeli rachunkowości.....	183
4.2. Poziom wyniku finansowego a standardy rachunkowości w poszczególnych krajach.....	184
4.3. Porównanie modeli ładu korporacyjnego i ich uwarunkowań	189
4.4. Rodzaje odbiorców informacji i ich motywy analizy raportów finansowych ...	199
4.5. Korzyści stosowania rozszerzonej sprawozdawczości (w %) wg inwestorów / analityków.....	206
5.1. Siła fundamentalna jako funkcja dwóch obszarów i dwóch sfer – przykład tabeli	230

Bibliografia

1. AICPA, Improving Business Reporting - A Customer Focus. Meeting the Information Needs of Investors and Creditors (The Jenkins Report), 1994, <http://www.aicpa.org>.
2. Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A., Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW, IBnGR, <http://www.pfcg.org.pl>.
3. Andrzejewski M., Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe, PWN, Warszawa 2002.
4. Arfin F., Public relations finansów. Czego uczą nas doświadczenia największych przedsiębiorstw, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998.
5. Ayuso S., Rodriguez M.A., Garcia R., Arino M.A., Maximizing stakeholders' interests: An empirical analysis of stakeholder approach to corporate governance, IESE Business School Working Paper No. 670, January 2007.
6. Aziz M. Adnan, Dar Humayon A., Predicting Corporate Bankruptcy: Whither do We Stand?, Loughborough University, 2004.
7. Bachman D., Procesowe zarządzanie przedsiębiorstwem, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2006.
8. Basel Committee on Banking Supervision, The New Basel Capital Accord, 2001.
9. Baum G., Introducing the new value creation index, Forbes, 04.03.2000.
10. Berman S.L., Wicks A.C., Kotha S., Jones T.M., Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management model and firm financial performance, Academy of Management Journal, Vol. 42, Issue 5, October 1999.
11. Bernstein, Multi-style investing: A tale of two investments „styles”, 7/22/2004, <http://www.bernstein.com>.
12. Bernstein, The challenge in picking growth and value stocks, The Bernstein Journal: Perspectives on Investing & Wealth Management, <http://www.bernstein.com>.
13. Black A., Wright P., Bachman J.E., W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
14. Black F., Noise, The Journal of Finance, Vol. XLI, No. 3, July 1986.
15. Błaszczak A, Tajemnice pilnie strzeżone, Rzeczpospolita, 23 czerwiec 2003.
16. Błaszczuk D., Wstęp do prognozowania i symulacji, PWN, Warszawa 2006.
17. Botosan C.A., Disclosure and the cost of capital: what do we know?, Accounting & Business Research, International Accounting Policy Forum, Vol. 36, 2006.
18. Botosan C.A., Disclosure level and the cost of equity capital, Accounting Review, Vol. 72, Issue 3, July 1997.
19. Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., Odczytując kod wartości. Jak firmy tworzą wartość w gospodarce, WIG Press, Warszawa 2001.
20. Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC), <http://www.biec.org>.

21. Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC), <http://www.biec.org>.
22. Cassidy D., Kiedy sprzedawać akcje, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
23. Cheng C.S.A., Collins D., Huang H.H., Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital, Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 27, Issue 2, September 2006.
24. CIM, The stakeholder 360: Measuring the quality of stakeholder relationships, 2002, <http://www.sfu.ca>.
25. Coleman I., Eccles R., Pursuing Value: Reporting Gaps in the United Kingdom, 1997, <http://store.barometersurveys.com>.
26. Cone/Roper, Cause Related Marketing (CRM) Trends Report, 1997, <http://www.msen.mb.ca/leading.html>.
27. Cooke P, Wills D., Small Firms, Social Capital and the Enhancement of Business Performance Through Innovation, Small Business Economics, Vol. 13, Issue 3, November 1999.
28. Cooper M.J., Dimitrov O., Rau P.R., A rose.com by any other name, Journal of Finance, Vol. 56, Issue 6, December 2001.
29. Copeland T., Koller T., Murrin J., Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm, WIG Press, Warszawa 1997.
30. Costa N.A., The problems with fundamental analysis, The Economist, August 19th, 2000.
31. Crow J., Aubin C., Kirtely O., Nakahira K., Ramsay I., Saucier G., Ward G., Rebuilding Public Confidence in Financial Reporting. An International Perspective, IFAC, New York 2003, <http://www.ifac.org>.
32. Cunningham L.A., From random walks to chaotic crashes: The linear genealogy of the efficient capital market hypothesis, Research paper No. 2000-7, November 13, 2000.
33. Cwynar A, Cwynar W., Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa-Rzeszów 2007.
34. Cwynar A., Cwynar W., Jak wdrażać EVATM w praktyce. Studium przypadków, część II, Controlling i Rachunkowość Zarządcza 12/2000.
35. Czeszejko-Sochacki M., Przyczyny upadłości przedsiębiorstw z rejonu województwa warmińsko-mazurskiego w latach 1999-2004, w: Prusak B. (red.), Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw, Difin, Warszawa 2007.
36. Damodaran A., Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka, wydanie II, Helion, Gliwice 2007.
37. Dissemination Standards Bulletin Board, <http://dsbb.imf.org>.
38. Dobiegała-Korona B., Klient kapitałem przedsiębiorstwa, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2006.
39. Dobiegała-Korona B., Wartość dla klientów generatorem wartości przedsiębiorstwa, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2006.
40. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2007), załącznik do uchwały nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r.

41. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2010), załącznik do uchwały nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r.
42. Dudycz T., Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2005.
43. Duliniec A., Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie, PWN, Warszawa 2001.
44. Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, z późn. zm.
45. Dziawgo D., Credit-rating a wycena, w pracy zbior. pod red. M. Panfila, A. Szablewskiego, Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora, Poltext, Warszawa 2006.
46. Dzierżanowski M., Milewski G., Przybyłowski M., Tamowicz P., Ranking nadzoru korporacyjnego 2005, PFCG, Rzeczpospolita, 6 lutego 2006, <http://www.pfcg.org.pl>.
47. Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Tamowicz P., Ranking nadzoru korporacyjnego 2003, PFCG, Rzeczpospolita, 26 stycznia 2004, <http://www.pfcg.org.pl>.
48. Dzierżanowski M., Tamowicz P., Kodeks Nadzoru Korporacyjnego (Kodeks Gdański), PFCG, IBnGR, 2002, <http://www.pfcg.org.pl>.
49. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., The Value Reporting Revolution. Moving Beyond The Earnings Game, PWC, John Wiley & Sons, New York 2001.
50. ECCO International Communications Network, Corporate Values Index 2006, <http://www.onboard.pl>.
51. Ernst & Young, Measures that matter, 1997.
52. Fairfield P.M., Whisenant J.S., Using fundamental analysis to assess earning quality: Evidence from the Center for Financial Research and Analysis, Journal of Accounting Auditing and Finance, Vol. 16, No. 4, Fall 2001.
53. Fama E.F., Efficient capital market: a review of theory and empirical work, The Journal of Finance, Vol. 25, Issue 2, May 1970.
54. Fama E.F., Efficient capital markets: II, The Journal of Finance, Vol. 46, Issue 5, December 1991.
55. Fama E.F., The behavior of stock-market prices, Journal of Business, Vol. 38, No. 1, January 1965.
56. FASB, Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, 2001, <http://www.fasb.org>.
57. Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., Model gospodarki polskiej ECMOD, Materiały i studia, Zeszyt nr 194, NBP, Warszawa, czerwiec 2005.
58. Freeman R.E., Marin K., Parmar B., Stakeholder capitalism, Journal of Business Ethics, 2007, Vol. 74, No. 4.
59. Freeman R.E., The stakeholder approach revisited, Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik, Vol. 5, Issue 3, 2004.
60. Gajewska-Jedwabny A., Relacje inwestorskie i raportowanie wartości, w: Szablewski A. i Tuzimek R. (red.), Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2005.

61. Gąsior-Żarska A., Niefinansowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
62. Gierałtowska U., Możliwości wykorzystania funkcji dyskryminacyjnej na polskim rynku kapitałowym, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, nr 2, 2004.
63. Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003.
64. Główny Urząd Statystyczny, <http://www.stat.gov.pl>.
65. Goldstrom K., Mikołajewicz G., Wpływ sygnałów wysyłanych przez spółkę na cenę jej akcji na przykładzie GPW w Warszawie, w: Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Rynek finansowy. Debiuty ekonomiczne*, Wydawnictwo AEP, Poznań 2002.
66. Gołębiowski T., *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa 2001.
67. Gompers P., Ishii J., Metrick A., Corporate governance and equity prices, *The Quarterly Journal of Economics*, February 2003.
68. Gorynia M., *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2000.
69. Gorzeń W., Piernicki K., Pniewski K., *Formułowanie i komunikacja strategii wzrostu wartości*, w: Szablewski A., Pniewski K. i Bartoszewicz B. (red.), *Value based management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008.
70. Grabiński T., Wydymus S., Zeliaś A., *Metody doboru zmiennych w modelach ekonometrycznych*, PWN, Warszawa 1982.
71. Grabiński T., Wydymus S., Zeliaś A., *Metody taksonomii numerycznej w modelowaniu zjawisk społeczno-gospodarczych*, PWN, Warszawa 1989.
72. Graham B., Dodd D.L., *Security analysis, sixth edition*, McGrawHill, 2009.
73. Graham B., *Inteligentny inwestor*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2007.
74. Grudzewski W.M., Hejduk I.K., *Systemy zarządzania wiedzą warunkiem wzrostu wartości firmy*, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006.
75. Gruszczyński M., *Corporate governance and financial performance of companies in Poland*, paper presented to the 59th International Atlantic Economic Conference, London, 9-13 March 2005.
76. Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
77. Hamrol M., *Analiza fundamentalna. Oczekiwania i możliwości*, w: Duraj J. (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
78. Hamrol M., Czajka B., Piechocki M., *Analiza dyskryminacyjna. Przegląd najważniejszych modeli*, *Przegląd Organizacji*, 4/2004.
79. Haugen R.A., *Nowa nauka o finansach. Przeciwno efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999.

80. Haugen R.A., Teoria nowoczesnego inwestowania. Obszerny podręcznik analizy portfelowej, WIG Press, Warszawa 1996.
81. Healy P.M., Hutton A.P. i Palepu K.G., Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, Contemporary Accounting Research, Vol. 16, Issue 3, Fall 1999.
82. Hellwig Z., Zastosowanie metody taksonomicznej do typologicznego podziału krajów ze względu na poziom ich rozwoju oraz zasoby i strukturę wykwalifikowanych kadr, Przegląd statystyczny, 1968, nr 4.
83. Herman A., Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2006.
84. Hirshleifer D., Teoh S.H., Limited attention, information disclosure, and financial reporting, artykuł na konferencję "Journal of Accounting and Economics", December 20, 2002.
85. Hojda M., Piechocki M., XBRL informatyczny język biznesu, CFO Magazyn Finansistów, <http://cfo.cxo.pl>.
86. [Http://accounting.rutgers.edu/raw/aicpa/dbase/d_index.htm](http://accounting.rutgers.edu/raw/aicpa/dbase/d_index.htm).
87. [Http://sjp.pwn.pl](http://sjp.pwn.pl).
88. [Http://stocks.about.com](http://stocks.about.com).
89. [Http://www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).
90. [Http://www.pfcg.org.pl](http://www.pfcg.org.pl).
91. [Http://www.skandia.com](http://www.skandia.com).
92. Human Capital Index (HCI), Watson Wyatt, <http://www.watsonwyatt.com>.
93. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, <http://www.ibngr.edu.pl>.
94. Instytut Rozwoju Gospodarczego SGH, <http://www.sgh.waw.pl/instytuty/irg>.
95. Ipsos, <http://www.ipsos.pl>.
96. Jaki A., Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa, Wolters Kluwer, Kraków 2008.
97. Jaworski T, Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 1999.
98. Jensen M.C., Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, Issue 3, Fall 2001.
99. Jerzemowska M., Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych, PWN, Warszawa 1999.
100. Jerzemowska M., Nadzór korporacyjny, PWE, Warszawa 2002.
101. Jiang B., Koller T., The truth about growth and value stocks, McKinsey on Finance, Winter 2007.
102. Jurek W., Konstrukcja i analiza portfela papierów wartościowych o zmiennym dochodzie, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2004.
103. Kalafut P., Low J., The value creation index: quantifying intangible value, Strategy and Leadership, 29.05.2001.
104. Kaplan R.S., Norton D.P., Measuring the strategic readiness of intangible assets, Harvard Business Review, February 2004.

105. Kaplan R.S., Norton D.P., Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie, PWN, Warszawa 2007.
106. Kaplan R.S., Norton D.P., The Balanced Scorecard - Measures that Drive Performance, Harvard Business Review, January-February 1991.
107. Keynes J.M., General Theory of Employment, Interest and Money, St. Martin's Press, New York 1936.
108. Kędzia P., Mirkowski S., MSR – czy korzyści przekroczą nakłady?, 15 marzec 2006, <http://www.hlb.pl>.
109. Kędzia P., Znaczenie MSR/MSSF dla członków rad nadzorczych, 15 marzec 2006, <http://www.hlb.pl>.
110. Kirby J., Toward a Theory of High Performance, Harvard Business Review, July-August 2005.
111. Kołodziej A., Ocena zdolności kredytowej podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, prezentacja na konferencji Kredyt bez tajemnic, 6 grudnia 2006, www.rig.katowice.pl.
112. Komisja Europejska, Green Paper Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility, <http://ec.europa.eu>.
113. Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych 2002, Warszawa, 4 lipca 2002.
114. Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, Dobre Praktyki w Spółkach Publicznych 2005, Warszawa, październik 2004.
115. Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, Dz.U. 1997 nr 78 poz. 483 z późn. zm.
116. Kotler P., Marketing, REBIS, Poznań 2005.
117. Kowalewski G., Zarys metod badania koniunktury gospodarczej, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005.
118. Kuchciak M.T., Zastrzeżenia rosną, gdy w gospodarce dekonunktura, Parkiet, 12 luty 2004.
119. Kufel M., Metody wyceny przedsiębiorstw, Wydawnictwo PARK, Bielsko-Biała 1992.
120. Kuraszko I., Społeczna odpowiedzialność biznesu w Polsce. Wstępna analiza, w: Raport: Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki. 2007, Forum Odpowiedzialnego Biznesu (FOB), 2008, <http://www.odpowiedzialnybiznes.pl>.
121. Larcker D., Richardson S., Tuna I., Ratings add fire to the governance debate, Financial Times, 26 May 2005, <http://www.ft.com>.
122. Leadbeater C., New measures for the new economy, ICAEW, <http://www.oecd.org>.
123. Leana C.R., Van Buren III H.J., Organizational social capital and employment practices, Academy of Management Review, Vol. 24, No. 3, 1999.
124. Lee T., Ekonomia dla inwestorów giełdowych, WIG Press, Warszawa 2000.
125. Lewandowski A., Michalski T., Taksonomiczna analiza fundamentalna: dynamiczne badanie sytuacyjne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, nr 2, 2004.
126. Lewandowski M., Motywy nabywcy i sprzedawcy, w: Frąckowiak W. (red.), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 1998.

127. Lewandowski M., Stryśik J., Zjawisko synergii w przypadku fuzji i przejęć przedsiębiorstw, w: Lewandowski M. (red.), Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych, WIG Press, Warszawa 2001.
128. Libby R., Bloomfield R., Nelson M., Experimental research in financing accounting, artykuł na konferencję "Accounting, Organizations and Society", February 23, 2001.
129. Low J., The value creation index, Cap Gemini Ernst & Young, Journal of Intellectual Capital, Vol. 1, No. 3, 2000.
130. Łuniewska M., Tarczyński W., Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym, PWN, Warszawa 2006.
131. Malinowska A., Gospodarcze znaczenie rynku kapitałowego w Polsce i wybranych krajach Europy w latach 2000-2007, <http://www.ae.katowice.pl>.
132. Malkiel B.G., The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, CEPS Working Paper No. 91, April 2003.
133. Mapa wartości, <http://www.deloitte.com>.
134. Marcinkowska M., Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa, w: Dobiegała-Korona B. i Herman A. (red.), Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2006.
135. Marcinkowska M., Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
136. Matkowski Z., Cykle w rozwoju gospodarki polskiej, w: Matkowski Z. (red.), Złożone wskaźniki koniunktury dla gospodarki polskiej oparte na standardach UE i OECD, Wydawnictwo IRG SGH, Warszawa 1998.
137. Matkowski Z., Złożone wskaźniki koniunktury dla gospodarki polskiej oparte na standardach UE i OECD, Wydawnictwo IRG SGH, Warszawa 1998.
138. Mączyńska E., To zwykła defraudacja, <http://www.centrumwiedzy.edu.pl>.
139. McKinsey, Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance, 2002, <http://www.mckinsey.com>.
140. MI. A., Ważne nie tylko wyniki, Rzeczpospolita, 9 lipiec 2002.
141. Michalski M., Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich, WIG Press, Warszawa 2001.
142. Mikosz A., Porównanie i ocena polskich projektów kodeksów „corporate governance”, Warszawa 29 maja 2002 r.
143. Mintz S.L., CFO's Second Annual Knowledge Capital Scoreboard: A Knowing Glance, February 1, 2000, <http://www.cfonet.com>.
144. Mintz S.L., Seeing is believing. A Better Approach To Estimating Knowledge Capital, CFO, Vol. 15, Issue 2, February 1999.
145. Mintz S.L., The Third Annual Knowledge Capital Scoreboard: Treasures Revealed, CFO, April 1, 2001.
146. Mizerka J., Opcje rzeczywiste w finansowej ocenie efektywności inwestycji, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2005.
147. Nally D.M., Reinventing corporate reporting, PWC, May 2001.
148. Narodowy Bank Polski (NBP), <http://www.nbp.pl>.
149. Niedziółka D.A., Relacje inwestorskie, PWN, Warszawa 2008.

150. Nogalski B., Dadej R., Kodeks dobrych praktyk jako narzędzie budowy zaufania na rynku kapitałowym, artykuł na V Konferencję „Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym”, Łódź 24-25 kwietnia 2006, <http://www.pfcg.org.pl>.
151. Nowa Encyklopedia Powszechna PWN, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
152. Nowak E., Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych, PWE, Warszawa 1990.
153. Nowakowski J., Borowski K., Zastosowanie teorii Carolana i Fischera na rynku kapitałowym, Difin, Warszawa 2005.
154. OECD, Zasady nadzoru korporacyjnego OECD, 2004, <http://www.oecd.org>.
155. Paine L.S., Does ethics pay?, Business Ethics Quarterly, Vol. 10, Issue 1, 2000.
156. Partners for Financial Stability (PFS) Program, Investor Relations Online: Survey of Websites of the Largest Listed Companies in Central and Eastern European (CEE) Countries, February/August 2002-2008, <http://www.pfsprogram.org>.
157. PFCG, <http://www.pfcg.org.pl>.
158. Piech K., Cykl koniunkturalny Polski a światowy cykl koniunkturalny - wnioski dla polityki stabilizacyjnej, w: Piech K. i Szczodrowski G. (red.), Przemiany i perspektywy polskiej gospodarki w procesie integracji z gospodarką światową, Warszawa 2002, <http://mikro.univ.szczecin.pl>.
159. Plummer T., Psychologia rynków finansowych, WIG Press, Warszawa 1995.
160. Pluta W., Wielowymiarowa analiza porównawcza w modelowaniu ekonometrycznym, PWN, Warszawa 1986.
161. Pokojaska A., Sprawozdania będą bardziej użyteczne dla inwestorów, Gazeta Prawna, 20 marzec 2008.
162. Porter M.E., Przewaga konkurencyjna. Osiąganie i utrzymywanie lepszych wyników, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.
163. Porter M.E., Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2006.
164. Post J.E., Pretson L.E., Sachs S., Managing the extended enterprise: The new stakeholder view, California Management Review, Vol. 45, Issue 1, Fall 2002.
165. Prusak B., Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw, Difin, Warszawa 2005.
166. Przybyłowski M., Czy Polska ma wysokie standardy nadzoru korporacyjnego?, <http://www.pfcg.org.pl>.
167. PWC, Balancing risk and value. Corporate Value Report 2005, <http://www.pwc.com>.
168. PWC, Communicating the Value of Your Investment Management Business, <http://www.pwc.com>.
169. PWC, Corporate Reporting - a time for reflection, April 2007, <http://www.corporatereporting.com>.
170. PWC, Corporate Reporting. Is it what investment professionals expect?, September 2007, <http://www.corporatereporting.com>.
171. PWC, Corporate Value Report 2003, <http://www.pwc.com>.
172. PWC, Framework in detail, <http://www.corporatereporting.com>.
173. PWC, <http://www.corporatereporting.com>.

174. PWC, Performance statement. Coming together to shape the future, December 2007, <http://www.corporatereporting.com>.
175. Rada Polityki Pieniężnej, Założenia polityki pieniężnej na rok 2006, NBP, Warszawa, wrzesień 2005.
176. Rappaport A., Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora, WIG Press, Warszawa 1999.
177. Regulamin GPW w Warszawie w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. (z późn. zm.).
178. Remisiewicz M., Nowe technologie w relacjach inwestorskich, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora, Poltext, Warszawa 2006.
179. Ritchie J.C., Analiza fundamentalna, WIG Press, Warszawa 1997.
180. Rogowski W., Analiza sprawozdawczości finansowej w bankowej analizie ryzyka kredytowego, w: Skoczylas W. (red.), Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009.
181. Rok B., Jaki to był rok dla odpowiedzialnego biznesu, w: Raport: Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki. 2007, Forum Odpowiedzialnego Biznesu (FOB), 2008, <http://www.odpowiedzialnybiznes.pl>.
182. Rozporządzenie MF z dnia 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych, Dz.U. nr 67 poz. 476.
183. Rozporządzenie MF z dnia 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, Dz.U. nr 235 poz. 1589 z późn. zm.
184. Rozporządzenie MF z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, Dz.U. nr 209 poz. 1743 z późn. zm.
185. Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim, Dz.U. 2009 nr 33 poz. 259 z późn. zm.
186. Rozporządzenie MF z dnia 6 lipca 2007 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2007 nr 132 poz. 916 z późn. zm.
187. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej z dnia 19 lipca 2002 r. Nr 1606/2002/WE w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości.
188. Sengupta P., Corporate disclosure quality and the cost of debt, Accounting Review, Vol. 73, Issue 4, October 1998.

189. Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
190. Skoczylas W., Niemiec A., *Mierniki monitorowania wartości przedsiębiorstwa*, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
191. Skoczylas W., *Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
192. Skoczylas W., *Ogólne założenia konstrukcji modeli wykorzystywanych w badaniu determinant wartości przedsiębiorstwa*, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
193. Skoczylas W., *Value reporting jako generator wartości przedsiębiorstwa*, w pracy zbior. pod red. M. Hamrola, *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, KAFiS AE w Poznaniu, Poznań 2005.
194. Skoczylas W., *Źródła informacji na potrzeby zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
195. *Słownik Języka Polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
196. Sońta E., Jakubowski K., *Mapa Wartości: Zarządzanie portfelem projektów*, <http://www.deloitte.com>.
197. Stoffman D., *Good behavior and the bottom line*, *Canadian Business*, Vol. 64, Issue 5, May 1991.
198. Stradomski M., *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.
199. *Strategor, Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1999.
200. Sveiby K.E., *Creating Value with the Intangible Assets Monitor, 1996-2003*, <http://www.sveiby.com>.
201. Sveiby K.E., *Measuring Models for Intangible Assets and Intellectual Capital, 2001-2005*, <http://www.sveiby.com>.
202. Sveiby K.E., *Skandia AFS Business Navigator*, <http://www.sveiby.com>.
203. Sveiby K.E., *The Balanced ScoreCard and the Intangible Assets Monitor, 2001*, <http://www.sveiby.com>.
204. Svendsen A.C., Boutilier R.G., Abbott R.M., Wheeler D., *Measuring the business value of stakeholder relationships. Part one, CIM, 2001*, <http://www.sfu.ca>.
205. Szablewski A., *Kapitał klienta*, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.
206. Szczerbak M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, w: Prusak B. (red.), *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2007.
207. Szyszka A., *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2003.
208. Szyszka A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2007.

209. Świdarska M., Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji dla identyfikacji ryzyka działalności gospodarczej, w: Mączyńska E. (red.), Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce, Materiały i prace IFGN, SGH, tom XCII.
210. Tamowicz P., Dzierżanowski M., Biała księga nadzoru korporacyjnego, IBnGR, PFCG, Gdańsk 2002, <http://www.pfcg.org.pl>.
211. Tamowicz P., Dzierżanowski M., Lepczyński B., Ranking nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych 2001, IBnGR, PFCG, <http://www.pfcg.org.pl>.
212. Tarczyński W., Fundamentalny portfel papierów wartościowych, PWE, Warszawa 2002.
213. Tarczyński W., O pewnym sposobie wyznaczania składu portfela papierów wartościowych, Przegląd Statystyczny, 1995, nr 1.
214. Tarczyński W., Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji w papiery wartościowe, Przegląd Statystyczny, 1994, nr 3.
215. Tarczyński W., Wskaźniki P/E w aspekcie siły fundamentalnej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, 2004, nr 2.
216. The Economist, Why too many mergers miss the mark, 4 January 1997.
217. Tokaj-Krzewska A., Informacja a wartość, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora, Poltext, Warszawa 2006.
218. Tuzimek R., Fuzje i przejęcia a wartość przedsiębiorstwa, w: Szablewski A. i Tuzimek R. (red.), Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2005.
219. Uchwała Nr 1014/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 11 grudnia 2007 r. w sprawie częściowego wyłączenia obowiązku publikowania raportów dotyczących zasad ładu korporacyjnego obowiązujących na Głównym Rynku GPW.
220. Uchwała nr 586 KPWiG z dnia 13 sierpnia 2002 r. w sprawie prezentacji przez spółki publiczne wyników finansowych w raportach okresowych przekazywanych do publicznej wiadomości.
221. Urbańczyk E., Klemke-Pitek M., Ocena kryteriów jakościowych w analizie zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych w wybranym banku komercyjnym, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka gospodarcza, Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Szczecin 2004.
222. Urbańczyk E., Klemke-Pitek M., Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie zdolności kredytowej w praktyce banków komercyjnych, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka, Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406, Szczecin 2005.
223. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. nr 94 poz. 137 z późn. zm.

224. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze, Dz.U. nr 60 poz. 535 z późn. zm.
225. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. nr 183 poz. 1537.
226. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. nr 183 poz. 1538.
227. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. nr 183 poz. 1539.
228. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. 1997 nr 140 poz. 938 z późn. zm.
229. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591 z późn. zm.
230. Verschoor C.C., Does Superior Governance Still Lead to Better Financial Performance?, Strategic Finance, October 2004.
231. Verschoor C.C., Murphy E.A., The Financial Performance of Large U.S. Firms and Those with Global Prominence: How Do the Best Corporate Citizens Rate?, Business and Society Review, Vol. 107, Issue 3, Fall 2002.
232. Verschoor C.C., The strong direct link between CSR and profitability: The best corporate citizens do outperform the remaining S&P500 companies, presentation at SRI In The Rockies, The Broadmoor, Colorado Springs, October 20, 2002.
233. Waddock S.A., Graves S.B., The corporate social performance-financial performance link, Strategic Management Journal, Vol. 18, Issue 4, April 1997.
234. Wąsowski W., Kreatywna rachunkowość. Fałszowanie sprawozdań finansowych, Difin, Warszawa 2005.
235. Webley S., More E., Does Business Ethics Pay?, <http://www.ibe.org.uk>.
236. Weiser J., Zadek S., Ongoing Conversations with Disbelievers. Persuading Business to Address Social Challenges, October 2001.
237. Wessel D., Things: From Greenspan, a (Truly) Weighty Idea, Wall Street Journal (Eastern Edition), May 20, 1999, Vol. 233, Issue 98.
238. Woźniak M.G., Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2004.
239. Wójciak M., Metody oceny ryzyka kredytowego, PWE, Warszawa 2007.
240. Yamarone R., Wskaźniki ekonomiczne. Przewodnik dla inwestora, Helion, Gliwice 2006.
241. Zarnovitz V., Przyjemniej przewidywać boom niż recesję, Rzeczpospolita, 27 październik 2001.
242. Zarzecki D., Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.