

Politechnika Wroclawska
Wydział Informatyki i Zarządzania
Katedra Systemów Zarządzania i Rozwoju Organizacji

PRACA DOKTORSKA

Czynniki wartości spółek a procesy migracji wartości na rynku
kapitałowym

ŁUKASZ BILIŃSKI

promotor:

Prof. dr hab. inż. Tadeusz Dudycz

promotor pomocniczy:

Dr inż. Michał Kowalski

Wrocław 2020

Politechnika Wrocławska
Wydział Informatyki i Zarządzania
Katedra Systemów Zarządzania i Rozwoju Organizacji
mgr Łukasz Biliński

CZYNNIKI WARTOŚCI SPÓLEK A PROCESY MIGRACJI WARTOŚCI NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Praca doktorska z dziedziny nauki o zarządzaniu, napisana pod kierunkiem prof. dr.
hab. inż. Tadeusza Dudycza, promotor pomocniczy: dr inż. Michał Kowalski

STRESZCZENIE

Celem niniejszej pracy doktorskiej było przeanalizowanie i wykazanie zależności pomiędzy determinantami wartości przedsiębiorstw a procesami migracji wartości na polskim rynku kapitałowym. Rozprawa rozszerza i porządkuje wiedzę na temat procesów migracji wartości i czynników wartości spółek kapitałowych w kontekście teoretycznym oraz empirycznym.

Wykorzystany wstępny materiał badawczy obejmuje sprawozdania finansowe (skonsolidowane oraz jednostkowe) dla przedsiębiorstw notowanych na rynku głównym i NewConnect na Giełdzie Pierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2014 oraz notowania giełdowe w tych latach. Dane źródłowe pochodzą z serwisu StockGround firmy Notoria. W celu uzyskania właściwej próby empirycznej, na podstawie wstępnego materiału badawczego, wyodrębniono przedsiębiorstwa posiadające kompletne i ustandaryzowane sprawozdania finansowe. Do przeprowadzenia badań empirycznych wykorzystane zostały różne próby badawcze, co autor uzasadnił w dalszej części rozprawy doktorskiej.

Do empirycznej weryfikacji wskazanych przez autora hipotez badawczych wykorzystana została wiedza oparta na następujących koncepcjach: koncepcji nośników wartości i marży granicznej Alfreda Rappaporta, definiującej minimalną marżę kreowania wartości (marżę graniczną) oraz nośniki wartości przedsiębiorstw, koncepcji migracji wartości Adriana Slywotzky'ego, definiującej i charakteryzującej trzy fazy migracji wartości, tj. fazę odpływu, przyływu i stabilizacji wartości, koncepcji

pomiaru zjawiska migracji wartości Dariusza Siudaka, opartej na mierze migracji wartości SIMW (syntetyczny indeks migracji wartości), za pomocą której możliwe jest dokonanie klasyfikacji przedsiębiorstw do jednej z trzech faz migracji wartości.

Na potrzeby rozprawy doktorskiej i przeprowadzonych badań empirycznych autor przyjął następujący schemat procedury badawczej: pobranie danych źródłowych, kalkulacja SIMW i innych parametrów, przypisanie spółek kapitałowych i sektorów gospodarczych do faz migracji wartości, kalkulacja nośników wartości, kalkulacja minimalnej marży kreowania wartości, testowanie hipotez badawczych.

Do przeprowadzenia badań nad procesami migracji wartości, w tym klasyfikacji spółek i sektorów do jednej z trzech faz migracji wartości, oraz realizacji hipotez badawczych postępowania badawczego wykorzystano następujące metody badawcze: krytyczną analizę literatury, metodę porządkowania liniowego SIMW, którą autor poddał empirycznej weryfikacji i modyfikacji, statystyczne badania analityczne polskiego rynku kapitałowego oraz matematyczne badania modelowe, model minimalnej marży kreowania wartości MVCR¹.

Przeprowadzone badania wskazały, że migracja wartości jest zjawiskiem niestabilnym, jak również potwierdziły tezę głoszącą, że migracja wartości na polskim rynku kapitałowym wskazuje silną fluktuację przedsiębiorstw oraz sektorów gospodarczych pomiędzy fazami. Badania wykazały również występowanie znaczącego wpływu czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa na proces migracji wartości na polskim rynku kapitałowym. Przeprowadzone przeze mnie badania wskazały, że procesy migracji wartości są silnie zdeterminowane przez zmiany nośników wartości. Z kolei badania nad zależnością pomiędzy minimalną marżą zysku operacyjnego i procesami migracji wartości wykazały, że osiągnięcie minimalnej marży nie jest jedynym czynnikiem warunkującym budowanie wartości. Inne pozafinansowe czynniki mogą być decydujące.

Zaprezentowane przeze mnie wyniki badań mogą mieć wiele potencjalnych zastosowań praktycznych, między innymi mogą być przydatne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i formułowaniu strategii inwestycyjnych. Ponadto uzyskane wyniki przeprowadzonych badań mogą być istotne w przewidywaniu cyklu życia przedsiębiorstwa i podejmowaniu decyzji dotyczących budowy portfela, uwzględniając zaangażowanie lub wycofywanie kapitału w segmencie biznesowym.

¹ z ang. *minimum value creation rate*

Zjawisko migracji wartości nadal wymaga prowadzenia badań empirycznych oraz studiów teoretyczno-poznawczych, w których kolejne etapy badań mogą być ukierunkowane na poszukiwanie cech wspólnych przedsiębiorstw znajdujących się w danej fazie migracji wartości, jak również na wpływ czynników niematerialnych, takich jak kapitał intelektualny, na fluktuację wartości pomiędzy przedsiębiorstwami.

Wroclaw University of Science and Technology
Faculty of Computer Science and Management
Department of Management Systems and Organization Development
Łukasz Biliński, MSc

COMPANY'S VALUE DRIVERS AND VALUE MIGRATION PROCESSES ON THE CAPITAL MARKET

doctoral thesis in the field of management sciences, written under the supervision of
Professor Tadeusz Dudycz, additional supervisor: Michał Kowalski, PhD

SUMMARY

The aim of this doctoral thesis was to analyze and demonstrate the relationship between company's value drivers and the value migration processes on the Polish capital market. The dissertation extends and organizes knowledge about the value migration processes and capital company's value factors in the theoretical and empirical context.

The preliminary research material used includes financial statements (consolidated and individual) for companies listed on the Main Market and New Connect on the Warsaw Stock Exchange in 2001-2014 as well as stock market quotations in those years.

Data source comes from the Notoria StockGround website. In order to obtain a proper empirical sample, based on the preliminary research material, I selected companies with completed and standardized financial statements. I used various research data sets to conduct empirical research, which I justify later in my doctoral dissertation.

For empirical verification of the indicated research hypothesis, I use knowledge based on the following concepts: Alfred Rappaport's concept of value drivers and threshold margin, defining as the minimum margin for value creation (threshold margin) and company's value drivers, Adrian Slywotzky's concept of value migration, defining and characterizing three phases of value migration: value inflow stage, value stability stage and value outflow stage, the concept of measuring value migration phenomenon by Dariusz Siudak, based on the measurement SIMW (Synthetic Index of

Value Migration), by means of which it is possible to classify companies into one of the three value migration phases.

For the purpose of the doctoral dissertation and empirical research I adopt the following scheme of the research procedure: source data collection, SIMW calculation and calculation of other parameters, classification of companies and economic sectors to the value migration phases, value driver's calculation, threshold margin calculation, and testing research hypothesis.

To conduct research on the value migration processes, including the classification of the companies and economic sectors to one of the three value migration phases, and the implementation of research hypotheses of the research procedure, I used the following research methods: critical analysis of the literature, the method of linear ordering SIMW, which I used to empirical verification and modification, statistical research of analytical analysis for the Polish capital market, mathematical model research, the model of the minimum value creation margin MVCR.

The conducted research indicated that value migration is an unstable phenomenon and confirmed the thesis that the value migration on the Polish capital market indicates a strong fluctuation of companies and economic sectors between the phases. The research also showed the existence of a significant impact of the value drivers on the value migration process on the Polish capital market. The research I have carried out has shown that value migration processes are strongly determined by changes in value drivers. On the other hand, research on the relationship between the threshold margin and value migration processes showed that achieving the minimum margin is not the only factor determining value creation. Other non-financial factors can be decisive.

The research results that I have presented may have many potential practical applications, such as making investment decisions and formulating investment strategies. Moreover, the obtained results of the conducted research may be important in predicting the life cycle of the company and making decisions regarding the construction of the portfolio, taking into account the involvement or withdrawal of capital in the business segment.

The phenomenon of value migration still requires empirical research and theoretical-cognitive studies, in which subsequent stages of research may be focused on looking for common features of enterprises in a given phase of value migration, as well as the impact of intangible factors, such as intellectual capital, on the fluctuation of values between companies.

Spis treści

Wstęp	8
1. Wartość jako kategoria inwestycyjna	14
1.1. Koncepcja wartości w naukach filozoficznych, społecznych i kulturowych.....	14
1.2. Wartość jako kategoria finansowa	23
1.3. Ewolucja koncepcji VBM – zarządzanie wartością przedsiębiorstwa.....	31
1.4. Zmienność wartości na rynku kapitałowym na przykładzie banki spekulacyjnej	38
2. Migracja wartości – istniejący stan wiedzy	47
2.1. Pojęcie migracji wartości.....	47
2.2. Badania migracji wartości.....	50
2.3. Determinanty wartości przedsiębiorstw.....	55
2.4. Modele opisujące wartość przedsiębiorstwa.....	63
2.4.1. Narzędzia pomiaru wartości.....	64
2.4.2. Analiza związków pomiędzy nośnikami wartości, marżą graniczną a wartością przedsiębiorstwa	78
2.4.3. Cykle koniunkturalne a migracja wartości.....	92
2.4.4. Portfolio Management jako narzędzie w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa	102
2.5. Metody pomiaru zjawiska migracji wartości	109
2.5.1. Model trzech faz migracji wartości.....	110
2.5.2. Syntetyczny indeks migracji wartości	119
2.5.3. Miara stopnia jednokierunkowej migracji wartości oraz saldo migracji wartości	123
2.5.4. Łańcuchy Markowa	124
2.5.5. Inne badania migracji wartości	128
2.6. Wnioski wynikające z istniejącego stanu wiedzy	129
3. Wpływ determinantów wartości na procesy migracji wartości.....	135
3.1. Cele i założenia postępowania badawczego	135
3.2. Próba badawcza i procedura badawcza.....	139
3.3. Procesy migracji wartości na polskim rynku kapitałowym – badania empiryczne na podstawie syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW.....	151
3.4. Wpływ nośników kreowania wartości na fazy migracji wartości przedsiębiorstw	157
3.5. Wpływ marży granicznej na procesy migracji wartości	169
Podsumowanie	175
Spis literatury.....	180
Spis tabel.....	192
Spis rysunków	192

Wstęp

Dyskusja na temat nadrzędnego celu prowadzenia działalności gospodarczej toczona jest od wielu lat. W szeroko rozumianej literaturze, dotyczącej zarządzania przedsiębiorstwem, zwraca się uwagę, że strategicznym nadrzędnym celem każdego przedsiębiorstwa jest dążenie do maksymalizacji jego wartości rynkowej. Pierwsze przesłanki o istocie istnienia przedsiębiorstwa w celu wzbogacania jego właścicieli pojawiające się w nowożytnej historii wygłosił A.A. Berle w 1932 roku na łamach „Harvard Law Review”. Z kolei na realizację indywidualnych interesów właścicieli kapitału wskazywał A. Smith już pod koniec XVIII wieku.

Okres powojennego wzrostu gospodarczego spowodował hibernację idei maksymalizacji wartości dla udziałowców do początku lat 70. XX wieku, kiedy pojawił się kryzys naftowy oraz wyraźne spowolnienie gospodarcze. Wpłynęło to na poszukiwanie biznesowych usprawnień. Procesy prywatyzacji przedsiębiorstw, deregulacja rynków finansowych oraz rozwój technologii były przejawami dostosowywania gospodarek do nowych warunków. Giełda papierów wartościowych zyskała miano podstawowego miejsca lokowania nadwyżek finansowych, przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych. Czynniki te wpłynęły na uformowanie się w latach 80. XX wieku koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (z ang. *value-based management*). Jednym z głównych elementów koncepcji VBM są nośniki wartości (z ang. *value drivers*). Ich analiza na wpływ funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz formułowania długoletnich strategii rozwoju okazuje się niewystarczająca. Istotną rolę odgrywają również procesy migracji wartości, którym literatura przedmiotu poświęca znacznie mniej uwagi niż nośnikom wartości przedsiębiorstw.

Dynamicznie zmieniające się otoczenie funkcjonowania gospodarek światowych i rynków kapitałowych powoduje konieczność wykształcenia mechanizmów oceny efektywności działania przedsiębiorstw, jak również mechanizmów zapobiegających negatywnym skutkom mogącym wystąpić w przyszłości. Jest to odpowiedź na coraz częściej pojawiające się widmo kryzysów finansowych, determinujących sposób funkcjonowania przedsiębiorstw i realizację założonych celów strategicznych. W szczególności kryzys wpływa negatywnie na maksymalizację wartości. Jak wynika z badań Corporate Executive Board, ponad 80% przedsiębiorstwa zmagają się z kryzysem finansowym, co w ponad 70% przypadków skutkowało utratą wartości przedsiębiorstwa. Może to oznaczać, że kryzys stanowi nieuniknioną fazę w cyklu życia

przedsiębiorstwa. Oszacowanie kierunku, w którym będzie podążać wartość spółki, staje się kluczowym wyzwaniem dla współczesnego świata nauki, jak i finansistów.

Migracja wartości (z ang. *value migration*) jest zjawiskiem polegającym na fluktuacji wartości pomiędzy przedsiębiorstwami w wyniku poszukiwania ekonomicznie efektywnych możliwości alokacji kapitału. Zarówno w Polsce, jak i na świecie próba definiowania tego zjawiska oraz relacji zachodzących pomiędzy nośnikami wartości przedsiębiorstwa a procesami migracji wartości nie była dotychczas przedmiotem analiz empirycznych, tym bardziej prowadzonych na szeroką skalę.

Literatura przedmiotu niewiele uwagi poświęca procesom migracji wartości. Potwierdza to niewielki dorobek bibliograficzny oraz świeżość tematyki tego zagadnienia. Samemu zjawisku poświęcono w całości zaledwie dwie monografie autorstwa: Adriana Slywotzky'ego z 1996 roku pt. *Value Migration* oraz Dariusza Siudaka z 2013 roku pt. *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*. Slywotzky jako pierwszy zbudował koncepcyjny model procesów migracji wartości, wyróżniając i charakteryzując jej trzy fazy: fazę odpływu wartości, fazę stabilizacji wartości oraz fazę przyływu wartości. Uważany jest za prekursora i autora pojęcia migracji wartości. Z kolei Dariusz Siudak, na podstawie dorobku Slywotzky'ego, w znaczącym stopniu przyczynił się do rozbudowania definicji samego pojęcia, jak również przeprowadził badania empiryczne, bazujące w głównej mierze na opracowanej przez siebie metodzie², polegającej na klasyfikacji przedsiębiorstw i sektorów do poszczególnych faz migracji wartości. Poza wskazanymi monografiami istnieje niewielka liczba opracowań, opisujących w znacznie węższym stopniu zjawisko migracji wartości lub jedynie wspominających o jego istnieniu.

Rozpoznana dotychczas w niewielkim stopniu problematyka procesów migracji wartości, zarówno od strony studiów teoretyczno-poznawczych, jak również empiryczno-analitycznych, stała się uzasadnieniem wyboru tematu rozprawy doktorskiej.

Zasadne wydaje się poszukiwanie odpowiedzi na pytania będące głównymi problemami rozprawy doktorskiej:

- Jaką rolę odgrywa migracja wartości na rynkach kapitałowych w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa?

² O metodzie porządkowania liniowego – syntetycznym indeksie migracji wartości Dariusza Siudaka napisano szerzej w rozdziale 2.5.2.

- Czy istnieje zależność pomiędzy determinantami wartości przedsiębiorstwa i ich oddziaływaniem na migrację wartości przedsiębiorstwa?
- Czy pomiar migracji wartości może skutecznie przyczynić się do określenia odpowiedniej strategii rozwoju przedsiębiorstwa ukierunkowanego na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy?
- Czy osiągnięcie przez przedsiębiorstwo minimalnej marży zysku operacyjnego (marży granicznej) będzie wpływać na fluktuację wartości?

Procesy migracji wartości należy rozważać w kontekście wyzwań, jakie stawia współczesna gospodarka globalna przed licznymi przedsiębiorstwami. Strategia rozwoju przedsiębiorstw, oznaczająca zapewnienie długotrwałego wzrostu wartości, przekroczenie przeciętnej stopy zwrotu oraz przyciąganie zewnętrznych źródeł finansowania stają się priorytetami każdego przedsiębiorstwa, które pragnie umacniać swoją pozycję na tle globalnej konkurencji. Poza umacnianiem pozycji rynkowej należy wskazać również negatywne czynniki, które mogą wpływać na hamowanie dynamicznych działań związanych z kreowaniem wartości. Zdarzenia o charakterystyce makroekonomicznej, takie jak zmiana koniunktury na rynkach papierów wartościowych, restrykcyjna polityka prowadzona przez bank centralny, załamanie gospodarki, bankructwa poszczególnych krajów, konflikty zbrojne czy pandemia, przyczyniają się do licznych zawirowań związanych z migracją kapitałów ich odpływem, jak również przyływem pomiędzy poszczególnymi sektorami gospodarczymi oraz przedsiębiorstwami. Migracja kapitałów jest niemalże pojęciem synonimicznym dla migracji wartości, podobnie jak wartość przedsiębiorstwa utożsamiana jest z aktualną wartością zainwestowanego kapitału.

Eksploracja zjawiska migracji wartości, opracowywanie i rozwijanie istniejących już metod pomiaru tego zjawiska oraz dogłębne jego zrozumienie mogłyby stanowić dużą wartość dodaną w kontekście ograniczania wpływów wymienionych przeze mnie czynników, negatywnie oddziałujących na zmiany cyklu koniunkturalnego, a tym samym rozwój przedsiębiorstw. Ponadto liczne przedsiębiorstwa, posiadające odpowiednią wiedzę i narzędzia z tego obszaru, byłyby w stanie efektywniej alokować kapitał inwestycyjny, dobierać odpowiednie strategie stanowiące odpowiedź na występujące okoliczności rynkowe oraz znacznie szybciej podejmować kluczowe decyzje związane z długofalowym rozwojem, jak również z długotrwałą budową wartości.

Zasadniczym celem niniejszej rozprawy doktorskiej jest wykazanie **zależności między determinantami wartości a procesami migracji wartości na polskim rynku kapitałowym.**

Realizacja celu głównego wymaga sformułowania i osiągnięcia celów cząstkowych, problemów badawczych, do których zaliczyć można:

- identyfikację i analizę faz migracji wartości na rynku kapitałowym;
- analizę i systematyzację determinantów wartości przedsiębiorstwa;
- analizę wpływu faz migracji wartości sektorów na wielkość kapitalizacji rynkowej w ujęciu makroekonomicznym.

Podjmując próbę realizacji celu głównego rozprawy doktorskiej, sformułowano główną hipotezę badawczą:

Procesy migracji wartości na rynku kapitałowym zdeterminowane są zmianami nośników wartości przedsiębiorstw.

W celu uzasadnienia hipotezy głównej przyjęto następujące hipotezy szczegółowe:

- H1: Procesy migracji wartości charakteryzują się niestabilnością.**
- H2: Spółki kapitałowe znajdujące się w różnych fazach migracji wartości charakteryzują się różnymi poziomami nośników wartości.**
- H3: Siła zmian czynników wartości przedsiębiorstwa determinuje przejście spółki kapitałowej z jednej fazy migracji wartości do innej.**
- H4: Proces przyływu wartości i proces odpływu wartości uzależniony jest od osiągnięcia przez spółkę kapitałową marży granicznej – minimalnego progu rentowności.**

Uzasadnienie hipotez szczegółowych skłania do następujących refleksji. Hipoteza H1 pozwala zobrazować dynamikę zjawiska migracji wartości oraz jego nieprzewidywalność, spowodowaną wieloma występującymi zmiennymi, zarówno o charakterze makro-, jak i mikroekonomicznym. Rozwinięciem hipotezy H1 są hipotezy H2 oraz H3. Ich testowanie pozwoliło zobrazować, który z badanych czynników ma największy wpływ na przechodzenie przedsiębiorstwa z jednej fazy do drugiej oraz czy w ogóle badane zmienne określone w rozprawie doktorskiej jako nośniki wartości wpływają na migrację wartości. Przeprowadzone badania empiryczne

wskazują, że istnieją takie zależności, co w szerszym ujęciu oznacza, że zarządy przedsiębiorstw mają możliwość odpowiedniej stymulacji grupy bądź wybranego nośnika wartości w celu uniknięcia spadku do fazy odpływu wartości. Wpływ wybranych nośników wartości na wartość przedsiębiorstwa autor zaprezentował w badaniach modelowych, symulacyjnych w rozdziale 2.4.2. Z kolei testowanie hipotezy H4 wynika bezpośrednio z koncepcji zarządzania wartością, ponieważ marża graniczna jest jej centralnym elementem. W kontekście realizowanego tematu zasadne staje się badanie relacji pomiędzy osiąganą marżą graniczną a migracją wartości przedsiębiorstw, bowiem jej wielkość determinuje budowanie lub niszczenie wartości.

Przyjęte cele i przedmiot rozprawy doktorskiej określają logikę wyводу. Dysertacja ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z trzech rozdziałów, wstępu oraz podsumowania. Rozdział pierwszy ma charakter teoretyczny, rozdział drugi jest częścią metodyczno-analityczną, z kolei rozdział trzeci to część empiryczna.

W rozdziale pierwszym dokonano charakterystyki koncepcji wartości w różnych nurtach naukowych, w tym filozoficznym, społecznym oraz kulturowym. Omówiono również pojęcie wartości jako kategorii finansowej, charakteryzując najistotniejsze jej rodzaje występujące w literaturze z zakresu zarządzania i wyceny przedsiębiorstw. Ze względu na dynamiczny rozwój gospodarki globalnej na przestrzeni ostatnich 40 lat, jak również zachodzące zmiany w postrzeganiu i rozumieniu wartości w środowisku finansowym, dokonano charakterystyki ewolucji koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (z ang. *value-based management*). Rozdział kończy charakterystyka pięciu najbardziej istotnych „baniak spekulacyjnych”, które w znaczący sposób wpłynęły na ukształtowanie się światowej gospodarki i rynków finansowych.

W rozdziale drugim dokonano systematyzacji istniejącego stanu wiedzy na temat migracji wartości. Omówiono pojęcie i badania migracji wartości, przedstawiając różne próby jej definiowania. Scharakteryzowano determinanty wartości przedsiębiorstwa, prezentując różne ich klasyfikacje oraz modele opisujące wartość przedsiębiorstwa, w tym wyniki badań modelowych obrazujące zachodzące relacje pomiędzy nośnikami wartości, marżą graniczną i wartością przedsiębiorstwa. Dokonano również charakterystyki istniejących metod służących do pomiaru migracji wartości, w tym syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW autorstwa D. Siudaka, który został wykorzystany do przeprowadzenia badań empirycznych w dalszej części niniejszej rozprawy doktorskiej. Rozdział kończy się podsumowaniem i prezentacją wniosków, wynikających z istniejącego stanu wiedzy na temat procesów migracji wartości.

W rozdziale trzecim przedstawiono cele i hipotezy badawcze, jak również metodykę postępowania badawczego. Omówiono dane źródłowe oraz metody badawcze wykorzystane do weryfikacji postawionych hipotez badawczych. Próbkę badawczą stanowią wszystkie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2001–2014. W rozdziale zaprezentowano wyniki badań empirycznych opisujące procesy migracji wartości na polskim rynku kapitałowym na podstawie empirycznej modyfikacji syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW D. Siudaka, wyniki badań opisujące wpływ nośników wartości na fazy migracji wartości przedsiębiorstwa, jak również wpływ marży granicznej na procesy migracji wartości.

W podsumowaniu ujęte zostały uogólnione wnioski, wynikające z przeprowadzonych badań empirycznych i studiów literaturowych na potrzeby niniejszej rozprawy doktorskiej. Wskazano również kierunki dalszych badań.

1. Wartość jako kategoria inwestycyjna

1.1. Koncepcja wartości w naukach filozoficznych, społecznych i kulturowych

Na przestrzeni wieków rozwój myśli i idei humanistycznych spowodował ukształtowanie się poglądu na temat wartości, pokazując jej relacje z kulturą. Jak pisze Kroeber: „wartości stanowią zasadniczy składnik kultury”³. Jego rozważania oraz sformułowanie przytoczonej tezy opiera się na dorobku cywilizacyjnym wielkich myślicieli z różnych epok, zaczynając od ikon greckiej filozofii klasycznej, takich jak Platon czy Arystoteles, a kończąc na przedstawicielach współczesnych nauk aksjologicznych.

Etymologia terminu „wartość, być wartościowym” pochodzi od łacińskich słów *valor, valere* i oznacza „być silnym, zdrowym, potężnym, wartym, mającym znaczenie dla siebie i kogoś”⁴. Cytowany zakres odnosi się przede wszystkim do egzystencjalnej natury człowieka, jego dążenia do „rzeczy ważnych i istotnych w życiu, godnych pożądania, na zdobyciu czego jednostce najbardziej zależy oraz czego na co dzień poszukuje jako rzeczy cennej”⁵. Podobną definicję prezentuje Łobocki, bazując w swojej definicji na naukach aksjologicznych: „wartość to wszystko, co uchodzi za ważne i cenne dla jednostki i społeczeństwa oraz godne pożądania, co łączy się z pozytywnymi przeżyciami i stanowi jednocześnie cel dążeń ludzkich”⁶. Z kolei Tatarkiewicz wyraźnie podkreśla w swoich ontologicznych rozprawach, że zdefiniowanie wartości jest rzeczą trudną, o ile w ogóle możliwą, pisząc: „wartość oznacza wartość rzeczy bądź rzecz własność tę posiadającą”⁷.

Wskazane definicje są jednymi z wielu występujących we współczesnej literaturze. Pojęcie wartości rozumiane jest różnorodnie w każdej dyscyplinie naukowej, która stosuje ten termin, natomiast bez względu na to, gdzie jest wykorzystywany, utożsamiany jest z czymś pozytywnym lub dającym pozytywne rezultaty.

Stwierdzenie, że życie i egzystencja człowieka opierają się na świecie wartości, nie przybiera we współczesnym świecie formy przesadzonej alegorii. Wartościowanie

³ A.L. Kroeber, *The Nature of Culture*, University of Chicago Press, Chicago 1952, s. 19.

⁴ *Słownik wyrazów obcych*, E. Sobol (red.), wyd. PWN, Warszawa 1994, s. 448.

⁵ W. Marjański, W. Zdunkiewicz, *Wprowadzenie do socjologii moralności*, Lublin 1991.

⁶ M. Łobocki, *Pedagogika wobec wartości*, w: B. Śliwerski (red.), *Kontestacje pedagogiczne*, Kraków 1993, s. 125.

⁷ W. Tatarkiewicz, *Pojęcie wartości, czyli co historyk filozofii ma do zakomunikowania historykowi sztuki*, w: *O filozofii i sztuce*, wyd. PWN, Warszawa 1986, s. 76.

rzeczy, czynów, postaw społecznych oraz opinii jest zjawiskiem powszechnie występującym od początków istnienia ludzkiej cywilizacji. Od zawsze dokonywano kontrastowych porównań, takich jak dobro i zło, ładne i brzydkie, prawdziwe lub fałszywe, opierając się na systemie wartości powstającym w umysłach ludzkich.

Filozofia w dosłownym tłumaczeniu oznacza „umiłowanie mądrości” i jest nauką, której główny cel to przedstawienie i poznanianie prawdziwego i obiektywnego przedmiotu badań. Dziedziną naukową skupiającą się bezpośrednio na naturze wartości jest aksjologia (z grec. *aksiós* – cenne, dobre)⁸. Prekursorami tego pojęcia w literaturze są Paul Lapie, który wykorzystał ten termin w pracy *Logique de la volonte* w 1902 roku, oraz Edward von Hartmann, który użył go w dziele *Grundniss der Axiologie oder Wertwägslchre* z 1908 roku⁹.

Badania i rozważania nad koncepcją wartości sięgają czasów starożytnych. Na przestrzeni wieków, począwszy od filozofii klasycznej, wyodrębniły się trzy główne paradygmaty ideologiczne opisujące stosunek człowieka do wartości oraz próby definiowania, czym jest wartość i jaką rolę odgrywa w rzeczywistym świecie:

1. ontologiczny;
2. mentalistyczny;
3. lingwistyczny.

Paradygmat ontologiczny

W starożytności i średniowieczu dominował paradygmat ontologiczny¹⁰, w którym centralną dyscypliną jest metafizyka. Dojrzałe ukształtowaną postać uzyskuje on w twórczości Platona, Arystotelesa i Sokratesa¹¹. Filozofia uprawiana w okresie klasycznym opierała się na naukach o bycie i formach, które może przybierać. Zasadniczy jej cel stanowiła próba odpowiedzi na pytanie: „co istnieje?”¹² – dotyczy to również wyjaśnienia pojęcia wartości i jej rodzajów, jak też zdefiniowania istniejących bytów. Główną ideę modelu ontologicznego doskonale obrazują słowa Arystotelesa:

⁸ J. Pierzanowski, *Ontological Arguments II*, w: H. Burkhardt, B. Smith (eds.), *Handbook of Metaphysics and Ontology*, München 1991.

⁹ S. Dziamski, *Aksjologia i jej problematyka*, w: tenże, *Aksjologia, estetyka, etyka, praca zbiorowa*, Poznań 1981.

¹⁰ R. Audi, *Philosophy*, w: D.M. Borchert (ed.), *Encyclopedia of Philosophy*, Thomson Gale, 2006, s. 325–337.

¹¹ H. Schnädelbach, *Filozofia*, w: E. Martens, H. Schnädelbach (red.), *Filozofia. Podstawowe pytania*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1995, s. 57–97.

¹² Tamże, s. 57–97.

„wiedza rozważająca byt jako byt”¹³. Wraz z rozwojem myśli filozoficznej powstaje paradygmat mentalistyczny, utożsamiany przede wszystkim z filozofią Kartezjusza¹⁴, jednak jego początki widoczne są już u starożytnych sceptyków¹⁵.

Paradygmat mentalistyczny

Filozofia nastawiona mentalistycznie zakłada prawdziwe poznanie wartości, czynników kształtowania się wartości w świadomości ludzkiej i jego egzystencji, stawiając pytanie: „co możemy poznać i wiedzieć?” oraz „czy poznanie jest możliwe?”, odrzucając tym samym skupienie się nad teorią bytu. Przykład dojrzałej myśli mentalistycznej stanowią dokonania niemieckich filozofów, takich jak: Johann Gottlieb Fichte, Friedrich Wilhelm Joseph von Schelling, Immanuel Kant oraz Georg Wilhelm Friedrich Hegel¹⁶.

Paradygmat lingwistyczny

Trzeci i zarazem ostatni paradygmat lingwistyczny podkreśla rolę języka jako narzędzia badawczego w procesie poznawczym. Przedstawiciele tego nurtu, tacy jak Ludwig Wittgenstein, dopatrywali się błędów w definiowaniu pojęć w poprzednich epokach, w tym w formułowaniu wniosków o rozważaniach na temat wartości i jej roli w życiu człowieka. Ich zdaniem jedyną słuszną formą wyrażania własnych myśli jest precyzyjny dobór języka, którego cel stanowi uporządkowanie własnych myśli i odpowiednie przygotowanie problemu, aby był w pełni zrozumiały i mógł posłużyć do badań w naukach szczegółowych¹⁷.

Klasyki filozofii greckiej, wspomniani wcześniej Platon, Arystoteles i Sokrates, jako jedni z pierwszych dokonali próby sformułowania odpowiedzi na pytanie „czym jest wartość” i jaką rolę odgrywa w życiu człowieka.

Filozofia Sokratesa, określana mianem etycznego intelektualizmu, utożsamia pojęcie wartości ze szczęściem, rozumem i cnotą, które stanowią jedno. Człowiek żyjący cnotliwie może doświadczyć szczęścia, a mądrze i cnotliwie postępując, kieruje się w swoim życiu rozumem. Jako jeden z twórców etyki Sokrates cenił sobie najwyżej

¹³ Arystoteles, *Metafizyka, Księga Γ (IV)*, przeł. Kazimierz Leśniak, wyd. PWN, Warszawa 1983, s. 12–13.

¹⁴ *The Cambridge Companion to Descartes*, ed. J. Cottingham, Cambridge University Press 1992.

¹⁵ L.J. Beck, *The Metaphysics of Descartes*, Clarendon Press, Oxford 1965.

¹⁶ M. Lutz-Bachmann, *Religion, Critique of*, w: Edward Craig (ed.), *Routledge Encyclopedia of Philosophy*, Taylor & Francis, London 1998.

¹⁷ M. Devitt, R. Hanley, *The Blackwell Guide to the Philosophy of Language*, Blackwell, Oxford 2006.

dobra moralne. Koncepcja pojęć, poświęcona rozważaniom na temat problemów pojęć ogólnych, staje się solidnym fundamentem filozofii Platona, jak również znacząco przyczynia się do formułowania pojęcia wartości, poprzez stawianie pytań o dobro i cnotę, utożsamianych z wartościami najwyższej rangi w rozważaniach sokratejskich¹⁸. Myśl platońska w znacznym stopniu przyczyniła się do powstania i rozwoju aksjologii. Główna idea tego starożytnego myśliciela, dotycząca wartości, opiera się na stwierdzeniu, że istnieją prawzory dla wszystkiego, co istnieje na ziemi – „prawda bytów”, bo tak Platon określa niezmiennie idee rządzące światem, dotyczące zarówno świata rzeczywistego, jak i idealnego¹⁹. Platon był również twórcą własnego systemu hierarchii wartości, na szczycie której znalazła się idea dobra, prawzór dla powstania innych idei²⁰. W przeciwieństwie do Sokratesa postrzegał dobra idealne jako główny cel w etyce ludzkiej. Słynna triada platońska: prawda = piękno = dobro najwyżej stawia dobro, podobnie jak wynika to z teorii „złotego środka” Arystotelesa. Filozof skupia się również na przemyśleniach dotyczących materii (*hyle*), bytu (*ousia*) oraz formy (*eidos*), oznaczających istotę rzeczy. W interpretacji Józefa Lipica „substancję pierwszą”, wielokrotnie wskazywaną przez Arystotelesa, możemy rozumieć jako wartość²¹, która istnieje realnie i stanowi integralną część „substancji pierwszej”²².

Z kolei nowatorskie spojrzenie na zagadnienie wartości w filozofii starożytnej wprowadził Pirron²³, jeden z przedstawicieli zaliczanych do grona sceptyków. Według głównej idei tego nurtu nie jest możliwe przedstawianie obiektywnego dobra, piękna oraz prawdy, ponieważ dla każdego człowieka terminy te przybierają inne znaczenie i nie jest możliwe stwierdzenie, kto rozumie je poprawnie. Wynika z tego wniosek, że dla każdej myśli na temat rzeczywistości istnieje inna, przeciwstawna, a określenie, czym jest wartość i jaką przyjmuje formę, nie jest możliwe.

Epoka średniowiecza stanowiła przełom w formułowaniu myśli filozoficznej dotyczącej rozumienia wartości. Po raz pierwszy zaczęto utożsamiać ją z Bogiem jako dobrem najwyższym i doskonałym²⁴. Boecjusz z Dacji stwierdził, że Bóg jest pierwszą przyczyną, a człowiek powinien poszukiwać w nim wszelakich form doskonałości²⁵.

¹⁸ I. Krońska, *Sokrates*, wyd. 6, Wiedza Powszechna, Warszawa 2001.

¹⁹ S. Blandzi, *Platoński projekt filozofii pierwszej*, Warszawa 2002.

²⁰ G. Reale, *Historia filozofii starożytnej*, t. 2, Lublin 2001, s. 467–494.

²¹ J. Lipiec, *Świat wartości*, Kraków 2001, s. 27.

²² Arystoteles, *Metafizyka*, ks. Z 1029 i 1039b-1040a.

²³ G. Reale, *Historia...*, dz. cyt., s. 467–494.

²⁴ Ch. Harsthorne, *The Logic of Perfection*, Open Court, Lassalle 1962.

²⁵ A. Maurer, *Boetius of Dacia*, w: D.M. Borchert (ed.), *Encyclopedia of Philosophy*, Thomson Gale, 2006.

Z kolei Anzelm z Canterbury w swoich dziełach *Mologion* (1076) oraz *Proslogion* (1077–1078), a za nim św. Tomasz z Akwinu podczas aksjologicznych prób sformułowania, czym jest wartość, przedstawiają intelektualne argumenty dowodzące istnienia Absolutu²⁶. Według nich musi istnieć „pierwsza przyczyna”, zajmująca najwyższe miejsce w hierarchii bytów²⁷, nad dobrem, wielkością i prawdą, od której wywodzą się inne byty. Charakterystyczne dla filozofii średniowiecza jest utożsamianie pojęcia wartości z doskonałością, czyli Bogiem.

Zdefiniowanie pojęcia wartości w czasach starożytnych i średniowieczu było jedynie próbą utożsamienia jej z cnotami o charakterze egzystencjalnym – wartościami, dzięki którym człowiek może osiągnąć harmonię życia. Pod koniec XIX wieku po raz pierwszy postawiono pytanie o genezę wartości poza kontekstem nauk ekonomicznych i matematycznych²⁸. Zaczęła pojawiać się potrzeba wyjaśnienia tego pojęcia zarówno w kontekście dyskusji publicznych, jak również w środowisku akademickim. Po raz pierwszy zaczęto również skupiać się na skutkach i przyczynach zmian wartości²⁹. Osoby żyjące w warunkach ubóstwa mocniej przejawiały orientację na rzeczy materialnie i chęć ich osiągnięcia niż te, które posiadały je w nadmiarze na co dzień. Powstały pierwsze tezy o przemianach wartości jako zjawiskach zagregowanych. Pod koniec XIX wieku Émile Durkheim zaprezentował swoją koncepcję na temat zmian wartości w naukach społecznych. Jej istotnym wnioskiem z punktu widzenia nauk ekonomicznych jest fakt, że zmiana wartości może oznaczać optymistyczny lub pesymistyczny skutek w przyszłości. Dodatkowo Durkheim stwierdza, że utrata wartości to przejaw kryzysu³⁰. Mowa tu chociażby o patologii społecznej lub aktach przemocy wśród młodych osób. Analogicznie utrata wartości będzie odbierana w środowisku ekonomicznym, finansowym. Spółka tracąc na wartości (spadek cen akcji), przestaje być atrakcyjnym obszarem inwestycyjnym, co może doprowadzić do wycofania kapitału przez akcjonariuszy, a w następstwie do ogłoszenia upadłości gospodarczej przez zarząd. Wskazane porównanie potwierdza zatem występowanie analogii w ogólnym rozumieniu destruktywnego i pozytywnego wpływu wartości w różnych dyscyplinach naukowych.

²⁶ Tomasz z Akwinu, *De ente et essentia*, KUL, Lublin 1994.

²⁷ N. Malcolm, *Anselm's Ontological Arguments*, *Philosophical Review* 1960, 69.

²⁸ H. Joas, *Powstanie wartości*, Oficyna Naukowa, Warszawa 2009, s. 36.

²⁹ P. Linderberger, B. Tucker, *The New Individualist. The Generation After the Organization Man*, New York 1991.

³⁰ H. Joas, dz. cyt., s. 14.

Od końca XIX wieku w rozważaniach aksjologicznych coraz częściej autorzy i publicyści z całego świata dokonywali próby zdefiniowania pojęcia „wartości”, m.in. w *Values Matter Most* oraz *Petit Traité des Grandes Vertus*³¹. Pojawiały się liczne spory, w których czołowi intelektualiści prezentowali swoje koncepcje wartości. Termin ten przybiera inne znaczenie w religii, polityce, filozofii, naukach społecznych i gospodarce. Jednak zanim zaczęły powstawać nowożytne teorie, istniały dwa kierunki, które ukształtowały współczesne myślenie na temat wartości, czyli absolutyzm i relatywizm. Pierwszy z nich kontynuuje średniowieczną koncepcję rozumienia wartości, utożsamiając z nią Boga. W przekonaniu Kartezjusza³² każdy człowiek posiada wrodzone idee wzorcowe, pochodzące od Boga, których nie byłby w stanie stworzyć żaden umysł ludzki. Z kolei w rozumieniu Leibniza³³ istnieje dobro metafizyczne, stanowiące najlepszy możliwy wybór, dzięki któremu człowiek ma możliwość zbliżenia się do doskonałości, czyli do Absolutu.

Franciszek Bacon, a za nim Thomas Hobbes, jako jedni z pierwszych nowożytnych myślicieli, zapoczątkowali odmienny sposób rozumienia wartości, odrzucając przy tym metafizykę oraz Boga, a skupiając się na naturze człowieka. W filozofii Hobbesa, podobnie jak w koncepcjach Kartezjusza i Bacona, występuje dobro. Człowiek dążący indywidualnie do dobra własnego, rozumianego jako przyjemność lub korzyść, narażałby na zagładę samego siebie, ze względu na ciągłą walkę i konkurencję z innymi ludźmi. Według Hobbesa³⁴ uniknięcie konfliktu jest możliwe jedynie wtedy, gdy ludzie podporządkują się jednostce wyższej, od której pochodzą wszystkie normy i wartości. Jego poglądy na temat wartości stają się subiektywnymi odczuciami, które kontynuował chociażby David Hume³⁵.

Koncepcję wartości silnie nawiązującą do obiektywizmu prezentuje Immanuel Kant, podkreślając, że wewnątrz człowieka jest źródłem dobra, który urzeczywistnia je za pomocą czynów. Filozof wprowadza również pojęcie „dobrej woli”, od której uzależnia świadome czyny człowieka, dotyczące jego osobistych potrzeb, jak również życia w poczuciu obowiązku, postępowania według słusznych zasad³⁶. Kant nazywa taką

³¹ B. Wattenberg, *Values Matter Most: How Republicans or Democrats or a Third Party Can Win and Review the American Way of Life*, New York 1995; A. Comte-Sponville, *Petit Traité des Grandes Vertus*, Paris 1995.

³² Kartezjusz, *Medytacje o filozofii pierwszej*, tłum. J. Hartmann, Kraków 2002.

³³ G.W. Leibniz, *Wyznanie wiary filozofa*, tłum. S. Cichowicz, Warszawa 1969.

³⁴ T. Hobbes, *Lewiatan*, tłum. Cz. Znamierowski, Warszawa 1954.

³⁵ H. Buczyńska-Garewicz, *Uczucia i rozum w świecie wartości*, Warszawa 2003, s. 72–73.

³⁶ I. Kant, *Ugruntowanie metafizyki moralności*, tłum. P. Zarychta, Kraków 2005, s. 167–221.

postawę „imperatywem kategorycznym”. Na kilkadziesiąt lat od dokonań Kanta nauki filozoficzne odsunęły teorię wartości jako przedmiot badań. Jedną z kluczowych postaci w rozwoju tej teorii jest niemiecki filozof Hermann Lotze, uznawany za prekursora nauk aksjologicznych. Lotze prezentuje pogląd mówiący o wartości jako odrębnej części rzeczywistości, stanowiącej byt „tego, co jest”³⁷. Filozof uważa, że wartości powinny stanowić narzędzie, rodzaj kryterium do rozstrzygania sporów egzystencjalnych, a nie być bezpośrednim przedmiotem badań.

Kształtujące się nurty pokantowskiej filozofii oraz jej główne przesłanki w odniesieniu do badań nad zagadnieniem wartości przybrały nowy wymiar na przestrzeni XIX wieku, tracąc tym samym wiarygodność. Jak stwierdza Gebhardt, „królestwo wartości powołane zostało przeciw Kantowi, który sferę moralności pozbawił wymiaru empirycznego i świata fenomenalnemu odebrał walor rzeczywistości. Powołane ono zostało również przeciw Heglowi, który sferę moralności podporządkował logice procesów dziejowych”³⁸. Świeżym impulsem, początkującym ponowne zainteresowanie filozofii teorią wartości, były poglądy Fryderyka Nietzschego, odrzucające dotychczasowe dokonania jego poprzedników. Nietzsche podkreślał³⁹, że człowiek jest twórcą wartości, a proces wartościowania ukierunkowany jest na jego indywidualne potrzeby, nie należy zatem rozpatrywać wartości jako absolutu. Naśladowcami jego teorii byli chociażby Alexius Meinong, Christian von Ehrenfels i Franz Brentano. Filozofia Nietzschego stała się fundamentem ich poglądów i umożliwiła stworzenie własnych teorii wartości. Meinong utożsamia wartość⁴⁰ z przedmiotami, posiadającymi rodzaj nadbudowy, czyli odrębnej wartości, a jej poznanie jest efektem poznania przedmiotów. Z kolei Ehrenfels⁴¹ opiera się na myśli Meinonga, stwierdza, że jedynie przedmioty wywołujące u człowieka uczucie pożądania mogą mieć wartość. Natomiast Brentano⁴² łączy wartość z ludzką świadomością.

Rozważania filozofów na przełomie XIX i XX wieku doprowadziły do powstania licznych teorii wartości, posiadających aksjologicznie korzenie. Wykształciły się również trzy nurty:

- neokantyzm;

³⁷ H. Schnädelbach, *Filozofia w Niemczech, 1831–1933*, tłum. Krystyna Krzemieniowa, Warszawa 1992.

³⁸ J. Gebhardt, *Die Werte. Zum Ursprung eines Schlüsselbegriffs der politisch-sozialen Sprache der Gegenwart in der deutschen Philosophie des späten 19. Jahrhunderts*, w: R. Hofmann, J. Janzen, H. Ottmann (red.), *Anodos. Festschrift für Helmut Kuhn*, Weinheim 1989.

³⁹ F. Nietzsche, *Antychryst. Próba krytyki chrześcijaństwa*, tłum. Leopold Staff, Kraków 2003.

⁴⁰ A. Meinong, *Psychologisch-ethische Untersuchungen zur Werttheorie*, Graz 1894.

⁴¹ A. Meinong, *Selbstdarstellung*, w: *Die Philosophie der Gegenwart in Selbstdarstellungen*, Leipzig 1923.

⁴² F. Brentano, *Vom Ursprung sittlicher Erkenntnis*, Leipzig 1889.

- pragmatyzm;
- fenomenologia.

Ich przedstawiciele budują przez lata kolejne koncepcje wartości.

Neokantyzm

Paul Natorp, Ernst Cassirer, Hermann Cohen⁴³, jako reprezentanci szkoły neokantynskiej, w teoriach wartości odwołują się bezpośrednio do świata przyrody. Stają się on ich źródłem pochodzenia.

Wilhelm Windelband⁴⁴ przekonuje do istnienia dodatkowej sfery rzeczywistości, oprócz przyrodniczej, i podkreśla, że wartości należy również dopatrywać się w szeroko rozumianej kulturze.

Pragmatyzm

Inspiracją dla jego twórczości był Rudolf Hermann Lotze i jego poglądy, silnie zakorzenione w filozofii Kanta. Lotze twierdził⁴⁵, że ludzkiej egzystencji sens nadaje wartość, a w świecie wartości należy szukać odpowiedzi na nurtujące pytania o bycie i naturze człowieka. Z kolei teoria Windelbanda⁴⁶ została udoskonalona przez Heinrich Rickerta, który uważał, że wartości to kategorie inicjujące powstawanie kultury.

Fenomenologia

Przedstawiciele związani z nurtem fenomenologicznym (z grec. *phanainomenon* – „to, co się jawi”) skupiają się bezpośrednio na otaczającej rzeczywistości, a ich koncepcje dotyczące wartości znacząco odbiegają od wcześniej opisanych teorii wśród nurtów neokantyzmu i pragmatyzmu.

Pierwszy z nich, Max Scheler⁴⁷, budując swoją własną teorię etyki, podważył dokonania Kanta oraz podjął polemikę z formalizmem etycznym, który nie zapewnia człowiekowi możliwości poznawczych. Odrzucenie przez Schelera imperatywu moralnego oraz krytyka nierozróżnienia pojęcia „dobra” i „wartości” w filozofii Kanta stanowiły początek nowej koncepcji wartości. Scheler uważa, że dobra i wartości

⁴³ J. Klein, *Die Grundlegung der Ethik in der Philosophie Hermann Cohens und Paul Natrops. Eine Kritik des Neukantianismus*, Göttingen 1976.

⁴⁴ W. Windelband, *Einleitung in die Philosophie*, Mohr (Siebeck), Tübingen 1914.

⁴⁵ H. Lotze, *Metaphysik, III Teil*, s. 13, cyt. za: H. Schnädelbach, *Filozofia w Niemczech 1831–1933*, tłum. K. Krzemieniowa, Warszawa 1992.

⁴⁶ H. Rickert, *Der Gegenstand der Erkenntnis. Eine Einführung in die Transzendentalphilosophie*, Tübingen 1915.

⁴⁷ M. Scheler, *Pisma z antropologii filozoficznej i teorii wiedzy*, wyd. PWN, Warszawa 1987, s. 50.

doświadczane są przez człowieka w odmienny sposób. Poznanie dóbr nie gwarantuje poznania wartości⁴⁸, których zdefiniowanie może okazać się niemożliwe. Według filozofa wartości są mocno zróżnicowane i można dokonać ich hierarchizacji oraz nadawać im rangę od najwyższej do najniższej, jak również wyróżnić te neutralne⁴⁹. Nicolai Hartmann, podobnie jak Scheler, reprezentuje pogląd o człowieku jako nosicielu wartości moralnych. Stwierdza również, że są to kategorie istnienia, podobnie jak równania matematyczne czy logiczne⁵⁰, oraz wyróżnia cztery podstawowe wartości moralne: dobroć, szlachetność, czystość oraz pełnię, jak też trzy główne wartości estetyczne: wzniosłość, komizm i wdzięk⁵¹.

Rozumienie wartości w sposób absolutystyczny pojawia się również na gruncie kulturoznawczym. Powstające wartości stają się częścią świadomości kulturowej oraz wzorcami postępowania różnych kultur, niezależnie od rodzaju jednostki czy struktury społecznej. Jedną z pionierek antropologii XX wieku, obok Margaret Mead, była Ruth Benedict, nowojorska badaczka znacząco przyczyniająca się do rozwoju antropologii kulturowej, która kontynuowała dokonania Franza Boasa, jej mentora i nauczyciela. Opracowana przez nią koncepcja wzorów kultury opiera się na wyznawanych wartościach wynikających z przynależności do danej kultury. Benedict pisze: „kultura, jak jednostka, jest mniej lub bardziej spójnym wzorem myśli i działań”⁵². Każda kultura wybiera tylko kilka cech z osobowości człowieka, które stają się cechami dominującymi w danej kulturze i wpływają na osiągnięcie wartości w sferze życia.

Kategoria wartości ma bardzo szerokie znaczenie, a jej problematyka dotyczyć może różnych zjawisk zachodzących w ujęciu aksjologicznym, socjologicznym, matematycznym, logicznym, kulturowym, jak również ekonomicznym. Na przestrzeni wieków, począwszy od starożytności do czasów nowożytnych, dokonywano licznych prób jej zdefiniowania i określenia wpływu na rzeczywistość oraz na życie człowieka. Pierwsi starożytni badacze poszukiwali odpowiedzi na pytanie: „co istnieje?”, bazując na metafizyce jako centralnym elemencie rozważań. Zbudowane przez nich liczne teorie oraz ideologie dotyczące wartości stały się solidnym fundamentem, inspirującym tym samym kolejne pokolenia intelektualistów z różnych dyscyplin naukowych.

⁴⁸ W. Tatarkiewicz, *Arystoteles, David Hume, Max Scheler. O tragedii i tragiczności*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 1975, s. 280–285.

⁴⁹ M. Scheler, *Pisma...*, dz. cyt., s. 228–237.

⁵⁰ Z. Zwoliński, *Byt i wartość u Nicolai Hartmanna*, Warszawa 1974.

⁵¹ N. Hartmann, *Aesthetik, 2. unveränderte Auflage*, Berlin 1966.

⁵² R. Benedict, *Patterns of Culture*, Houghton, Mifflin, Boston 1959.

Przełom XIX i XX wieku to okres obfitujący w mnogość prób zdefiniowania kategorii wartości przez współczesnych myślicieli, mających głębokie korzenie chociażby w aksjologii czy kulturze. Można zatem dostrzec duże zainteresowanie pojęciem wartości na przestrzeni wielu lat oraz potrzebę jej badania. Wartość zyskała miano wspólnego mianownika, płaszczyzny interdyscyplinarnej dla wielu dziedzin naukowych, przyczyniając się do znaczącego rozwoju współczesnej myśli intelektualnej.

1.2. Wartość jako kategoria finansowa

Na przestrzeni lat w naukach ekonomicznych wyodrębniono kilkadziesiąt definicji i rodzajów wartości, w których pieniądź pełni rolę miernika wartości i mających praktyczne zastosowanie we współczesnym zarządzaniu przedsiębiorstwem. Jak wskazuje Zarzecki, ekonomiczna definicja wartości wynika z trzech najczęściej przytaczanych pojęć w literaturze przedmiotu. Zalicza się do nich wartość użytkową, rozumianą jako zdolność dobra do zaspokajania potrzeb, wartość wymienną, wyrażającą dobro jako przedmiot wymiany na inne dobro, oraz wartość naturalną – centralną⁵³. Zatem na podstawie wymienionych definicji powstaje ekonomiczne ujęcie wartości, którego fundamentem staje się użyteczność, mówiąca o tym, że „wartość jest cechą rzeczy, stosownie do której rzecz ta jest postrzegana jako bardziej lub mniej pożądana, użyteczna, szanowana lub ważna”⁵⁴.

Analizując bogatą literaturę z zakresu zarządzania i wyceny przedsiębiorstw, można wskazać kilkanaście rodzajów wartości jednostki biznesowej, rozumianej jako zbiór zasobów finansowych. Dokonując systematyzacji pojęcia wartości przedsiębiorstw, należy przede wszystkim skupić się na jej ujęciu z perspektywy inwestorów i właścicieli firmy, co bezpośrednio związane jest ze źródłami jej powstawania.

Teoria wartości zajmuje jedno z najistotniejszych miejsc zarówno w pracach poświęconych wycenie przedsiębiorstw, jak również ekonomii politycznej. Do grona najbardziej znanych teoretyków zajmujących się zagadnieniem wartości można zaliczyć⁵⁵: A. Smitha, D. Ricardo, F. Quesnaya, J.S. Millsa, K. Marksa, L. Walrasa,

⁵³ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 22.

⁵⁴ A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *In Search of Shareholder Value*, London, Financial Times, s. 17.

⁵⁵ A. Smith (1776), *The Wealth of Nations*, ed. E. Cannan, Reprint, Random House Modern Library, New York 1937; D. Ricardo (1817), *The Principles of Political Economy and Taxation*, Reprint, E.P. Dutton, New York 1973; F. Quesnay, *Tableau Economique*, Bergman Publishers, New York 1970; J.S. Mills, *Principles of Political Economy*, vol. 2, ed. J.M. Robson, Routledge 2008; K. Marks (1867), *Capital*:

W.S. Jevonsa, V. Pareto, J. Schumpetera, J. Robinsona oraz P. Straffa. W literaturze pojawia się również pojęcie standardów wartości (*standard of value*), które określa rodzaj wartości, determinuje wybór metody wyceny, ustala czynniki kreowania wartości (*value drivers*)⁵⁶, jak również wskazuje strony transakcji wycenianych aktywów czy jednostek biznesowych. Zalicza się do nich:

- wartość ekonomiczna (*economic value*);
- wartość w użyciu (*value in use*);
- wartość właściciela (*owner value*);
- wartość dla biznesu (*value to the business*).

Z punktu widzenia koncepcji wartości powstałych na przestrzeni ostatnich dekad wartość ekonomiczna (*economic value*), opierająca się na dostarczaniu strumieni przepływów pieniężnych, staje się punktem wyjścia do dalszych rozważań. Za jej odpowiednik uznaje się wartość w użyciu (*value in use*), czyli wartość przyszłych przepływów pieniężnych uwzględniających końcowe rozliczenia z tytułu zadysponowania aktywem⁵⁷. Z punktu widzenia właścicieli zamierzających spieniężyć posiadane aktywa spółki istotną rolę odgrywa wartość właściciela (*owner value*), ustalana w drodze negocjacji. Wycenione aktywa nie będą zbywalne po cenie rynkowej, ze względu na nieopłacalność przeprowadzenia takiej transakcji. Jak wskazuje Glover, podając za przykład sprzedaż domu, hipotetycznie wycenionego na 100 tys. funtów (cena rynkowa), ze sprzedażą aktów wiązą się różnego rodzaju koszty, np. koszt przeprowadzki⁵⁸, zatem bardziej korzystną wartością byłaby sprzedaż za cenę 120 tys. funtów. Z koncepcji wartości właściciela wynika również duża zmienność i swoboda przy jej wytyczaniu, w zależności od panujących okoliczności oraz warunków stawianych przez strony umowy. Tożsamą koncepcją, z omówioną wcześniej, jest

A Critique of Political Economy, vol. 1, w: F. Engels (ed.), *The Process of Production of Capital*, Reprint, International Publishers, New York 1967; L. Walras, *Theory of Pure Economics*, ed. W. Jaffe, Allen und Unwin, London 1954; W.S. Jevons (1871), *The Theory of Political Economy*, fifth edition, Reprint, Sentry Press, New York 1965; V. Pareto (1906–1909), *Manual of Political Economy: A Critical and Variorum Edition*, ed. A. Montesano, A. Zanni, L. Bruni, J.S. Chipman, M. McLure, Oxford University Press, Oxford 2014; J.A. Schumpeter, *History of Economic Analysis*, Allen & Unwin, London 1954; J. Robinson, *An Essay in Marxian Economics*, Macmillian, London 1942; P. Straff, *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press, Cambridge 1960.

⁵⁶ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996, s. 23.

⁵⁷ W.W. Cooper, I. Yuji (eds.), *Kohlers Dictionary for Accountants*, Prentice-Hall, Engelwood Cliff 1983, s. 531–532.

⁵⁸ C.G. Glover, *Valuation of Unquoted Shares*, Accountant Digest, Autumn 1987.

wartość dla biznesu (*value to the business*), oparta na założeniu, jak zmieni się wartość przedsiębiorstwa w stosunku do zmiany posiadanych aktywów.

W literaturze wyróżnia się wartość goodwill (*goodwill value*), czyli nadwyżkę wartości spółki, powstałą w wyniku wygenerowania dodatkowych zysków, nad wartością jego aktywów. Goodwill pełni również rolę aktywa niematerialnego, które można nabyć, sprzedać lub wycenić. Ukształtowały się dwie formy definiowania tego pojęcia z punktu widzenia wyceny przedsiębiorstw. W podejściu majątkowym goodwill to nadwyżka wartości spółki nad sumą poszczególnych części jego majątku, w tym wartości niematerialnych, możliwych do zidentyfikowania. Z kolei w ujęciu dochodowym to zdolność do generowania zysków, wyższych od średniego wyniku w danej branży⁵⁹.

W literaturze poświęcono również miejsce mniej popularnym koncepcjom wartości, znacznie rzadziej wykorzystywanym podczas szacowania wartości spółek niż w przypadku przytoczonych wcześniej. Zalicza się do nich:

- wartość podatkową (*tax value*);
- wartość zabezpieczenia (*collateral value*).

Wartość podatkowa, oparta na obowiązujących przepisach prawnych danego kraju, przedstawia wysokość ponoszonych podatków od dużych aktywów, takich jak np. nieruchomości. Z kolei wartość zabezpieczeniową należy rozumieć jako maksymalną kwotę kredytu przyznaną na zakup aktywa, które zostanie zabrane przez pożyczkodawcę w razie braku zdolności spłaty pożyczki przez drugą stronę.

Osiągnięcie realnego wzrostu wartości przedsiębiorstwa uwarunkowane jest określeniem czynników, które o tym decydują. Powstało wiele teorii i definicji, które w zróżnicowany sposób definiują pojęcie wartości przedsiębiorstwa oraz określają jej składniki. W *Międzynarodowych Standardach Rachunkowości* wyodrębniono cztery kategorie wartości przedsiębiorstwa⁶⁰:

- bieżącą, rozumianą jako wartość dyskontową przyszłych środków pieniężnych netto wypracowanych przez przedsiębiorstwo;
- bilansową, odpowiadającą wartości aktywów przedsiębiorstwa z wyłączeniem jego zobowiązań, długów oraz majątku materialnego;

⁵⁹ J. Koziański, *Wpływ wartości firmy na wartość udziałów spółki*, Zarządzanie i Rachunkowość, Wrocław 1992.

⁶⁰ *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, International Accounting Standards Committee, London 1999, s. 1360.

- ekonomiczną, np. zysk, usługi, cena produktów;
- godziwą, określaną jako kwota, za jaką składniki majątku przedsiębiorstwa mogą zostać wymienione na drodze transakcji.

Rozszerzeniem tej definicji jest ujęcie wartości A. Helferta⁶¹, który podaje znacznie szerszą klasyfikację i dzieli wartość przedsiębiorstwa na: rynkową, ekonomiczną, likwidacyjną, księgową, odtworzeniową, rozbiorową, własnościową, zastawną, szacunkową, właścicielską oraz funkcjonującej firmy.

Na podstawie koncepcji standardów wartości według Pratta, Reilly'ego i Schweisha, wyróżnia się jej pięć podstawowych rodzajów:

- rzeczywistą wartość rynkową (*fair market value*);
- wartość rynkową (*market value*);
- wartość inwestycyjną (*investment value*);
- wartość fundamentalną (*fundamental value*);
- wartość sprawiedliwą (*fair value*).

Standard wartości definiuje strony wyceny przedsiębiorstwa lub jego poszczególnych aktywów. Szczepanowski pisze: „standard wartości determinuje metody wyceny oraz wskazuje czynniki ekonomiczne, które należy w nich uwzględnić”⁶². Z kolei Zarzecki wzbogaca tę myśl⁶³, mówiąc, że standard definiuje rodzaj poszukiwanej wartości.

Rzeczywista wartość rynkowa informuje o cenie, jaką należy zapłacić za nabycie przedsiębiorstwa, na podstawie prawdziwych informacji na temat spółki. Standard podejmowania racjonalnej decyzji kupna przedsiębiorstwa, opartej na rzeczywistej wartości rynkowej, związany jest z uwzględnianiem wartości poprzez rozumienie znaczenia czynników makroekonomicznych, jak np. poziom oczekiwanej i aktualnej inflacji lub stopy wzrostu gospodarczego, jak również czynników związanych z rynkiem kapitałowym. Praktyczne odzwierciedlenie tego pojęcia obrazują dzienne notowania akcji spółek giełdowych, których wycena zależy od wpływu wskazanych wcześniej trendów rynkowych.

Wartość rynkowa utożsamiana jest bezpośrednio z obrotem giełdowym i przedstawia prawdopodobną cenę kupna lub sprzedaży przedsiębiorstwa

⁶¹ E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, wyd. PWE, Warszawa 2004, s. 451–457.

⁶² P. Szczepanowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, wyd. PWN, Warszawa 2007, s. 41.

⁶³ D. Zarzecki, dz. cyt., s. 51.

funkcjonującego na wolnym, zorganizowanym rynku, jakim jest giełda papierów wartościowych. W literaturze łączona jest z definicją pojęcia sprawiedliwej wartości rynkowej. Według Milesa sprawiedliwa wartość rynkowa to: „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena, której kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a sprzedający byłby gotów zaakceptować, o ile towar zostałby wystawiony na sprzedaż na wolnym rynku”⁶⁴. Zarówno w przypadku jednej, jak i drugiej koncepcji nie można mówić o wartości absolutnej. Oba pojęcia dotyczą wartości w danej chwili, na którą mogą wpływać np. preferencje obu stron zawieranej transakcji, sytuacja polityczna w danym państwie czy wahania cykli koniunkturalnych. W praktyce ustalanie wartości rynkowej jest jednym z najbardziej uznanych kryteriów wyznaczania wartości bilansowej aktywów i pasywów.

Wartość inwestycyjna spółki wiąże się z oczekiwaniami i preferencjami inwestorów. Zawiera również kryteria inwestycyjne. Potencjalny kupiec, ustalając wartość inwestycyjną przedsiębiorstwa będzie rozpatrywał jej zdolność do samofinansowania i generowania dochodów⁶⁵, poziom ryzyka inwestycyjnego, jak również czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa, które wyznaczają również jego pozycję rynkową. Na podstawie wymienionych kryteriów i szczegółowej analizy fundamentalnej inwestor będzie próbował oszacować stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROI, ROIC).

Kolejnym przykładem wartości wymienianym w koncepcji Pratta, Reilly’ego i Schweisha⁶⁶ jest wartość fundamentalna, będąca wynikiem możliwości generowania korzyści majątkowych dla inwestorów i właścicieli. Wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa, z punktu widzenia koncepcji zarządzania wartością, jest jedną z kluczowych kategorii finansowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Pokazuje zdolność generowania przez przedsiębiorstwo przepływów gotówkowych, obecnych (FCF), jak i przyszłych (FCFF, FCFE). Jej wynik nie jest uzależniony od sytuacji na rynku kapitałowym. Do jej oszacowania niezbędne jest posiadanie realnych, pełnych i prawdziwych informacji na temat okresowych osiągnięć finansowych spółki. Jedną z najpopularniejszych metod wyznaczania wartości fundamentalnej jest metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF). Na podstawie

⁶⁴ R.C. Miles, *Basic Business Appraisal*, John Wiley & Sons, New York 1984, s. 19.

⁶⁵ Patrz G. Hawawini, C. Viallet, *Finance for Executives: Managing for Value Creation*, South-Western Publishing Company, Tennessee 1998.

⁶⁶ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *Valuing small businesses and professional practices*, third edition, McGraw-Hill, New York 1998.

wyznaczonych prognoz przepływów pieniężnych zarówno właściciele, jak i akcjonariusze uzyskają informację na temat możliwości rozwoju jednostki oraz zdolności do realizacji strategii w długim horyzoncie czasowym, jakim jest maksymalizacja wartości⁶⁷.

W porównaniu z poprzednimi standardami wartość sprawiedliwą cechuje inny wymiar, niezwiązany z ekonomią. Wpisuje się ona w etykę biznesu i przyjmuje rolę „parasola ochronnego” dla mniejszościowych udziałowców spółek. Inwestorzy zaliczani do tej grupy mogą spieniężyć posiadane akcje przedsiębiorstwa, jeżeli uznają, że decyzje podejmowane przez zarząd i głównych akcjonariuszy spowodują spadek wartości firmy, po cenie, na którą nie będą wywierać wpływu. Standard ten opiera się na postanowieniach amerykańskiego Sądu Najwyższego z 1898 roku i godzi dwie grupy interesariuszy. Hołówka⁶⁸ definiuje wartość sprawiedliwą na gruncie etyki i wskazuje również, że działania podjęte przez zarząd i grupę mniejszościową inwestorów, tzn. sprzedaż akcji, nie wpłyną na zachwianie przedsiębiorstwem.

Poza opisanymi standardami wartości należy również wskazać kluczowe podejścia do wartości przedsiębiorstw, istotne z punktu widzenia rachunkowości i finansów przedsiębiorstw, jak również te z perspektywy interesów właścicieli. Zalicza się do nich:

- wartość księgową (*book value*);
- wartość odtworzeniową (*reproduction value*);
- wartość zastąpienia (*replacement value*);
- wartość likwidacyjną (*liquidation value*);
- wartość spółki w działaniu (*going concern value*).

W podejściu majątkowym wartość przedsiębiorstwa uzależniona jest od posiadanych aktywów i pasywów, ujętych w zestawieniu majątkowym przedsiębiorstwa, czyli w bilansie, zatem mowa tu o wartości księgowej (*book value*). Jej wynik odzwierciedla jedynie historyczne osiągnięcia okresowe spółki i nie powinna być wykorzystywana jako model wyceny, lecz jak wskazuje Glover – jedynie jako punkt wyjścia w szacowaniu wartości skorygowanych netto⁶⁹.

⁶⁷ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York, 1990, s. 21–25.

⁶⁸ J. Hołówka, *Etyka w działaniu*, wyd. Prószyński i S-ka, Warszawa 2002, s. 272.

⁶⁹ C.G. Glover, *Valuation...*, dz. cyt.

Przykładem koncepcji wartości istotnej z punktu widzenia właścicieli, jak również akcjonariuszy jest wartość odtworzeniowa (*reproduction value*), wykorzystywana do pomiaru wartości przedsiębiorstw. Jej główna idea opiera się na ustaleniu możliwości odtworzenia aktywa trwałego, będącego częścią majątku firmy, sprzed okresu jego zużycia. Wartość przedsiębiorstwa mierzona wartością odtworzeniową uwzględnia zatem wartość środków trwałych w postaci oryginalnej, czyli zanim zaczęto je eksploatować. Zbliżoną ideę zakłada koncepcja wartości zamiany, nazywana również zastąpienia (*replacement value*). Ujmuje wszystkie aktywa trwałe, które mogłyby być w przyszłości w posiadaniu spółki. Mimo że oba ujęcia reprezentują różną treść ekonomiczną, w praktyce często są stosowane zamiennie, jako pojęcia tożsame. Podobny wniosek formułuje Zarzecki⁷⁰, potwierdzając synonimiczne stosowanie zarówno jednej, jak i drugiej koncepcji.

Kolejną koncepcją wartości zaklasyfikowaną do grupy majątkowej jest wartość likwidacyjna (*liquidation value*). Odnosi się ona do sytuacji, w której przedsiębiorstwu grozi upadłość, a jego kierownictwo zmuszone jest do zatwierdzenia wartości likwidacyjnej (zazwyczaj plasuje się poniżej wartości rynkowej) zagrożonej spółki. Przygotowując wycenę, uwzględnia się wysokość środków pieniężnych pozostałych w wyniku sprzedaży składników aktywów i spłaty zobowiązań. Zatem wartość likwidacyjna jest dolną granicą ceny akceptowalnej przez właścicieli w momencie jego sprzedaży. Koncepcja wiąże się również z wykorzystaniem w procesie wyceny formuły Wilcoxa⁷¹.

Jako odmienną, a zarazem kontrastującą, koncepcję w stosunku do *liquidation value* wymienia się wartość spółki w działaniu (*going concern value*), która domyślnie odzwierciedla dalsze funkcjonowanie na rynku przedsiębiorstwa oraz pośrednio założenia sprzyjające jego rozwojowi, np. dodatkową emisję akcji w celu pozyskania środków inwestycyjnych. Całkowita wartość wszystkich wyemitowanych akcji przez spółkę wyrażona jest poprzez wartość kapitalizacji rynkowej (*market capitalization*). Na podstawie ceny jednej akcji i ich liczby teoretycznie można ustalić wartość przedsiębiorstwa. W praktyce wynik uzyskany za pomocą tej metody jedynie przybliży wartość spółki, gdyż rynki finansowe, a w szczególności notowania giełdowe podlegają dużym wahaniom cenowym. W rezultacie cena akcji determinuje wartość spółki

⁷⁰ D. Zarzecki, op. cit., s. 29.

⁷¹ Zob. B. Nitta, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstw*, wyd. PWE, Warszawa 2007, s. 66.

i w tym przypadku należy ją rozumieć jako cenę marginalną, będącą wynikiem silnych oddziaływań podaży i popytu, na które z kolei może wpływać rzeczywista sytuacja finansowa przedsiębiorstwa⁷².

Zdyskontowana wartość końcowa stanowi centralny element wyceny przedsiębiorstw na podstawie modelu DCF. W literaturze anglojęzycznej występuje pod wieloma pojęciami. Damodaran określa ją jako *terminal value*⁷³, z kolei Copeland, Koller i Murrin jako *residual value*⁷⁴. W literaturze polskiej pojęcie występuje pod nazwą wartości rezydualnej⁷⁵, wartości końcowej⁷⁶ lub też wartości kontynuowanej⁷⁷. Definiowana jest najczęściej jako wartość majątku trwałego oraz kapitału obrotowego netto przedsiębiorstwa w momencie jego likwidacji. Warto również podkreślić spór badaczy na temat nieutożsamiania ze sobą wymienionych wyżej pojęć. Znaczenie wartości końcowej i wartości rezydualnej powinno się rozróżniać, ze względu na ich odmienny sens. Pierwsza z nich to wartość spółki w momencie zakończenia cyklu inwestycyjnego, natomiast druga odnosi się do przedsiębiorstw, które w przyszłości będą mogły zostać sprzedane.

Podsumowując omówione rozważania na temat koncepcji wartości, należy stwierdzić, że wartość jednostek biznesowych powinna być określana na podstawie różnych sposobów, uwzględniających jej potencjał do generowania przyszłych przychodów gotówkowych. Niektóre z nich osiągnęły status standardu wartości, determinując metodę wyceny i określając nośniki wartości⁷⁸. Przeprowadzona analiza wskazuje również kierunek rozpatrywania wartości przedsiębiorstwa głównie z punktu widzenia jego właścicieli oraz osiągania przyszłych korzyści, w postaci kreowania jej wzrostu. Dla menedżerów budowanie wartości oznacza uwzględnienie w procesie decyzyjnym wytworzenia i zrealizowania dochodów, które następnie mogą zostać przekazane właścicielom w postaci wypłaty dywidend. Istotny element stanowi wzrost ceny akcji w długim horyzoncie czasowym. Podejście to unormowało się w trakcie

⁷² H.J. Boyadjian, J.F. Warren, *Risks: Reading Corporate Signals*, John Wiley & Sons, New York 1987, s. 309.

⁷³ A. Damodaran, *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New York 2006.

⁷⁴ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, third edition, John Wiley & Sons, Canada 2000.

⁷⁵ R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.

⁷⁶ A. Firela, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

⁷⁷ D. Zarzecki, op. cit., s. 35.

⁷⁸ L. Gualri, *The Valuation of Firms*, Blackwell, Cambridge (USA) 1996, s. 188.

ewoluowania metod pomiarów wartości przedsiębiorstw. Z zaprezentowanej systematyki wynika również sposób, w jaki należy definiować wartość przedsiębiorstwa, którą określa maksymalna cena, jaką jest w stanie zapłacić potencjalny inwestor, lub cena, za którą skłonny jest sprzedać podmiot gospodarczy dotychczasowy właściciel.

Na podstawie licznych sposobów definiowania oraz mierzenia wartości przedsiębiorstw powstała potrzeba wyjaśnienia pojęcia koncepcji zarządzania poprzez wartość. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa (z ang. *value-based management*) uznawane jest za koncepcję, która doskonale określa cele strategiczne przedsiębiorstwa. Jest to filozofia polegająca na integrowaniu wspólnych działań menedżerów i właścicieli firmy ukierunkowanych na stałe podnoszenie jej atrakcyjności. VBM to sposób zarządzania, w myśl którego działalność firmy i procesy zarządcze skupione są na maksymalizowaniu jej wartości z punktu widzenia interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów.

1.3. Ewolucja koncepcji VBM – zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

Dynamiczny rozwój gospodarki globalnej na przestrzeni ostatnich 40 lat, wraz z rosnącym efektem globalizacji, spowodował zmiany w postrzeganiu i rozumieniu wartości w środowisku finansowym, przede wszystkim w ujęciu zarządzania przedsiębiorstwem. Zaczęto dostrzegać zdeprecjonowaną kiedyś rolę właściciela, który inwestując w zasoby kapitałowe, oczekiwał pomnożenia swojego majątku. Jego sukces uzależniony był od efektywnego zarządzania spółką w okresie bieżącym, jak również w perspektywie⁷⁹. Do ewolucji w postrzeganiu wartości przyczyniły się przede wszystkim dwa fakty:

- prawne i ekonomiczne upodmiotowienie przedsiębiorstw, oznaczające przypisanie określonym osobom fizycznym lub prawnym ryzyka związanego z funkcjonowaniem podmiotu, rozumianego jako ponoszenie starty, jak również czerpanie korzyści materialnych;
- dostrzeżenie w przedsiębiorstwach szczególnej formy inwestycji, co bezpośrednio związane jest z dynamicznym rozwojem rynków kapitałowych na świecie.

Aby dobrze zrozumieć, czym jest wartość dla inwestorów, akcjonariuszy, udziałowców, właścicieli oraz kadry menedżerskiej oraz jak istotną rolę odgrywa we

⁷⁹ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, A Division of Simon & Schuster Inc., New York, 1995, s. 1–2.

współczesnych procesach podejmowania decyzji, zarówno na szczeblu strategicznym, operacyjnym, jak i finansowym, należy cofnąć się do lat 80. XX wieku. W tym okresie w Stanach Zjednoczonych zapoczątkowano rozpowszechnianie znaczenia wartości, jak również możliwości jej kreowania. Podobne zjawisko zaobserwowano w Europie w połowie lat 90. XX wieku. W 1999 roku miesięcznik „Fortune” potwierdził powyższe fakty w artykule *Europe's New Capitalists*, pisząc: „dwadzieścia lat po Stanach Zjednoczonych wiodące firmy «Starego Świata» wreszcie zaczęły interesować się i nabierać przekonania do koncepcji zarządzania wartością”⁸⁰. Podkreślili również wyraźnie, jak znaczącą rolę odgrywa zrozumienie wartości jako kategorii finansowej dla każdej grupy interesariuszy, zwłaszcza w kontekście zmieniających się cykli koniunkturalnych na rynkach światowych: „cofnięcie kontroli państwowej w połączeniu z globalizacją i recesją lat dziewięćdziesiątych wskazały na mankamenty europejskiej wydajności. Liberalizacja rynków finansowych, projekty prywatyzacyjne o wartości 200 mld USD, popyt na kapitał oraz wprowadzenie euro spowodowały, że menedżerowie przedsiębiorstw europejskich zaczęli uzasadniać swoje strategie dostarczytelom kapitałów, ukazując zmianę wartości prowadzonych biznesów”⁸¹. Można zatem postawić tezę, że wartość stała się nadrzędnym celem prowadzenia działalności gospodarczej pomimo licznych, prowadzonych do dziś, dyskusji w środowisku nauki. W badaniach światowych obserwujemy zdefiniowanie i rozwój nowego obszaru wiedzy *value-based management* (zarządzanie wartością przedsiębiorstwa), wskazującego jako nadrzędny cel każdego przedsiębiorstwa – dążenie do maksymalizacji jego wartości rynkowej⁸². Czym jest budowanie wartości i w jaki sposób można określić jej przyrost lub spadek? Co oznacza dla przedsiębiorstwa i jego właścicieli generowanie dodatkowych strumieni wartości? Jakie znaczenie stanowi wartość we współczesnej gospodarce kapitalistycznej? Odpowiedzi na te pytania należy szukać w badaniach, zaczynając od końca XIX wieku.

Najstarszą znaną wyceną w dziejach ludzkości jest prawdopodobnie wycena nieruchomości, opisana w Księdze Rodzaju (24,15): „Ziemia jest warta 400 szekli”⁸³. Z kolei w I w. p.n.e. antyczny twórca aforyzmów i wybitny przedstawiciel teatru Republiki Rzymskiej stwierdził: „wszystko jest warte tyle, ile nabywca jest gotów za to

⁸⁰ *Europe's New Capitalists*, Fortune 1999, 139, s. 104.

⁸¹ Tamże, s. 105.

⁸² P. Szczepanowski, *Wycena i zarządzanie wartością...*, dz. cyt., s. 19.

⁸³ G.R. Trugman, *Understanding business valuation: A practical guide to valuing small to medium-sized businesses*, second edition, American Institute of Certified Public Accountants, New York 2002, s. 1.

zapłacić”⁸⁴. Te dwie maksymy zapoczątkowały rozwój zainteresowań nad kategorią wartości w ujęciu ekonomicznym. Dowodzą tego dokonania wielu wybitnych ekonomistów w późniejszych okresach. W 1890 roku Alfred Marshall publikuje jedną z najbardziej wpływowych koncepcji tamtych lat – koncepcję zysku ekonomicznego. Sparafrazowane słowa Marshalla przytaczają Copeland, Koller i Murrin, pisząc: „to, co pozostało z zysków właścicieli po potrąceniu odsetek od ich zainwestowanego kapitału, można nazwać zarobkiem przedsiębiorstwa”⁸⁵. Historyczny przełom w rozumieniu wartości miał miejsce po 1920 roku, kiedy ukazało się pierwsze wydanie książki Arthura Stone’a Dewinga *Financial Policy of Corporations*⁸⁶. Zawarto w niej informacje, dotyczące stóp kapitalizacji, wykorzystywanych do wyceny papierów wartościowych. Należy w tym miejscu wspomnieć, że inwestorzy z początku XX wieku wykorzystywali wyłącznie poufne źródła informacji oraz spekulację w celu ustalenia wartości papierów giełdowych⁸⁷. Od 1938 roku zaczęto bardziej szczegółowo rozpatrywać pojęcie wartości. Stało się to za sprawą Johna Burra Williamsa, fundamentalisty zasady przyszłych korzyści, wykorzystywanej we współczesnych wycenach przedsiębiorstw. W swoich opracowaniach Williams stawia siebie w roli inwestora, próbuje zrozumieć rynek kapitałowy z jego perspektywy. W wydanej pod koniec lat 40. książce *The Theory of Investment Value*⁸⁸ przedstawia własną koncepcję wartości, pisząc: „możemy rozumieć wartość inwestycji jako bieżącą wartość dywidend”⁸⁹. W 1952 roku H.M. Markowitz zaprezentował światu pierwszy model portfela, wykorzystywany do zarządzania portfelem inwestycyjnym w ówczesnych czasach. Teoria Markowitza⁹⁰, oprócz oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji, uwzględniała również ryzyko, wariację portfela. Formuła wariacji portfela wskazywała na duże znaczenie dywersyfikacji inwestycji i pokazywała, jak skutecznie to zrobić. Można dostrzec tu analogię pomiędzy sugestią Markowitza a współczesną dyskusją nad sposobem i koniecznością dywersyfikowania w obszarze budowy portfeli z jednostek biznesowych w celu maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy.

⁸⁴ Tamże.

⁸⁵ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing...*, dz. cyt., s. 143.

⁸⁶ A.D. Stone, *Financial Policy of Corporations*, Ronald Press Company 1926.

⁸⁷ J.J. Siegel, *Stocks for the long run*, third edition, McGraw-Hill, New York 2002, s. 73.

⁸⁸ J.B. Williams, *The theory of investment value*, A.M. Kelley, New York 1938, s. 55.

⁸⁹ Tamże.

⁹⁰ F.K. Reilly, *Investment analysis and portfolio management*, The Dryden Press, Fort Worth, TX 1994, s. 242.

Innym przełomowym momentem wpływającym na rozumienie wartości była publikacja w 1959 roku artykułu Franco Modiglianiego i Mertona Millera⁹¹ zatytułowana *The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investments*. Autorzy zaprezentowali w nim definicję wartości rynkowej oraz wskazali czynniki, które należy uwzględniać podczas wyceny spółek⁹². Artykuł⁹³ z 1961 roku zatytułowany *Dividend Policy, Growth and the Valuation* jako jeden z pierwszych opisywał funkcjonowanie i rolę przepływów pieniężnych. Trzy lata po jego wydaniu przedstawiciele New York Stock Exchange zaczęli publikować dane empiryczne uwzględniające stopy dyskontowe wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstw. W 1964 roku miał miejsce kolejny przełom za sprawą Williama Sharpe'a⁹⁴, który w artykule *Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk* dostarcza przekonujących wyjaśnień na temat związany z wyceną papierów wartościowych w czasach niepewności finansowej. Opracowane przez niego teorie stały się fundamentem w nowoczesnych finansach, zwłaszcza w obszarze analiz portfelowych, które z definicji uwzględniają wartość jako kategorię nadrzędną w realizacji celów inwestycyjnych. W 1976 roku Roger Ibbotson i Rex Sinquefield⁹⁵ starali się wykazać wyższość akcji nad innymi papierami wartościowymi, jako inwestycji długoterminowych, publikując *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Year-by-Year Historical Returns (1926-74)*. Inwestowanie w przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym (dokupowanie pakietów akcji), z perspektywy inwestora, możliwe jest jedynie wtedy, kiedy wartość spółki będzie wzrastać w stosunku do poprzedniego roku. Artykuł Ibbotsona i Sinquefielda zapoczątkował wyraźne zainteresowanie wartością przedsiębiorstw oraz dał podstawy do opracowywania skutecznych metod do jego mierzenia, jak również rozwoju koncepcji *value-based management*.

Dokonania Sinquefieldia i Ibbotsona przyczyniły się również do powstania pierwszych profesjonalnych organizacji, których celem było prowadzenie badań nad koncepcją wartości. Początkowo zakładano je w Stanach Zjednoczonych. W 1978 roku

⁹¹ F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments*, American Economic Review 48, 1958, s. 261–297.

⁹² G.R. Trugman, dz. cyt., s. 4.

⁹³ M. Merton, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth and the Valuation*, Journal of Business 1961, 34, s. 411–433.

⁹⁴ C.D. Ellis, J. R. Vertin, *Classics: An investor's anthology*. Homewood, Business One Irwin, 1989, s. 412.

⁹⁵ R. Ibbotson, R. Sinquefield, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Year-by-year Historical returns*, Journal of Business 1976, 49(1), s. 11–43.

powstaje Instytut Wycen Przedsiębiorstw, dziesięć lat później, w 1981 roku, Amerykańskie Stowarzyszenie Wycen, Amerykański Instytut CPA⁹⁶ oraz Międzynarodowe Stowarzyszenie Pośredników Biznesu w 1985 roku⁹⁷. Sam fakt tworzenia się różnych organizacji o charakterze naukowym wskazuje na silną potrzebę badania i definiowania wartości w świecie finansów. Oznacza to tworzenie nowych możliwości inwestycyjnych na podstawie rzetelnej oceny potencjału wzrostu przedsiębiorstwa, jak również zabezpieczanie się przed czasami kryzysów. Należy również wspomnieć o istotnych pozycjach literaturowych dotyczących koncepcji wartości autorstwa Shannona Pratta *Valuing a Business*⁹⁸ (1981) oraz Raya Milesa *Basic Business Appraisal*⁹⁹ (1984). Po raz pierwszy autorzy prezentują w nich nowatorskie podejście w dziedzinie analiz portfelowych (budowa portfeli biznesu), które w kolejnych latach staje się inspiracją dla jednego z najwybitniejszych twórców koncepcji VBM oraz wartości dla akcjonariuszy¹⁰⁰, Alfreda Rappaporta. Osiągnięcia Rappaporta poprzedza A. Marshall, twórca koncepcji dochodu rezydualnego. Jej głównym założeniem jest generowanie przez przedsiębiorstwo prawdziwego zysku ekonomicznego w momencie, gdy koszt kapitału własnego oraz obcego zostanie całkowicie pokryty. Swój udział mieli również M.H. Miller oraz F. Modigliani, przeprowadzając dowód¹⁰¹ potwierdzający, że stopa zwrotu oraz wartość spółki określane są poprzez poziom ryzyka i dochód ekonomiczny. Zarówno zdyskontowane przepływy gotówki, jak i wartość bieżąca netto znacząco przyczyniają się do końcowych decyzji menedżerskich, podejmowanych w środowisku mikroekonomicznym. Teoria sformułowana przez Millera i Modiglianiego¹⁰² zakłada, że na wartość przedsiębiorstwa składają się uzależnione od aktywów strumienie przyszłych dochodów. Z kolei Benninga i Sarig definiują wartość przedsiębiorstwa jako „sumę wartości kapitału własnego, zadłużenia oraz innych papierów wartościowych”¹⁰³

⁹⁶ G.R. Trugman, dz. cyt., s. 7.

⁹⁷ M. Hoesly, J. Johnson, B. Womack, C. Barrere, *Introduction to business brokerage*, Chicago, IBBA University, Chicago 2005.

⁹⁸ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *Valuing a Business...*, dz. cyt., s. 40.

⁹⁹ R.C. Miles, dz. cyt.

¹⁰⁰ V. Kazlauskienė, C. Christauskas, *Business valuation model based on the analysis of business value drivers*, *Engineering Economics* 2008, 57(2), s. 23–31.

¹⁰¹ M.H. Miller, F. Modigliani, dz. cyt., s. 411–433.

¹⁰² E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 2, wyd. PWE, Warszawa 2000, s. 32.

¹⁰³ S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: Metody wyceny*, wyd. WIG-Press, Warszawa 2000, s. 267.

niebędących kapitałem obrotowym. Ich koncepcję rozszerza Jajuga¹⁰⁴, określając wartość przedsiębiorstwa jako sumę wartości długu i wartości kapitału własnego, w tym składników pozabilansowych, rozumianych jako opcje rzeczowe i finansowe. Zupełnie inny punkt widzenia przedstawiają Brigham i Gapenski. Opracowane przez nich modele teoretyczne nawiązują swymi założeniami do definicji prezentowanych przez Rappaporta. Brigham i Gapenski rozumieją wartość przedsiębiorstwa jako wartość istniejących aktywów oraz wartość „możliwości wzrostu”¹⁰⁵, określanych poprzez projekty inwestycyjne charakteryzujące się dodatnimi NPV.

Alfred Rappaport, jeden z głównych twórców koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, zbudował model wskazujący obszary podejmowania działań zorientowanych na zwiększanie wartości przedsiębiorstwa. Dodatkowo opracował formułę marży granicznej, która określa minimalną marżę zysku operacyjnego, jaka jest potrzebna firmie, by osiągnąć wartość minimalną, czyli koszt kapitału własnego. Rappaport na przestrzeni lat prezentuje w szerokim ujęciu pojęcie wartości, szczególnie wartości dla akcjonariuszy, jako mierzalnej kategorii finansowej, utożsamianej głównie z koncepcją VBM, oraz wpływającej na dobór skutecznej strategii rozwoju przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym. Wartość przedsiębiorstwa utożsamia z „sumą wartości jego zadłużenia i kapitału własnego”¹⁰⁶, z wartością dla akcjonariuszy, „wartością części przedsiębiorstwa reprezentowaną przez kapitał własny”¹⁰⁷.

Pojęcie wartości jest jednym z najbardziej nadużywanych w literaturze reprezentującej różne gałęzie nauki, a w szczególności w literaturze poświęconej zagadnieniom z dziedziny zarządzania i finansów¹⁰⁸. W wyniku rosnącej siły rynków finansowych i ich wpływu na współczesną gospodarkę liczne grono ekonomistów tworzyło zróżnicowane koncepcje, modele teoretyczne dotyczące wartości, by lepiej zrozumieć jej znaczenie i wpływ na zarządzanie.

Pojęcie wartości dla akcjonariuszy jest dobrze rozwinięte w literaturze przedmiotu¹⁰⁹. Alfred Rappaport uzasadnia ważność terminu, wykorzystując je

¹⁰⁴ K. Jajuga, *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, w: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, materiały konferencyjne, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003, s. 284.

¹⁰⁵ E.F. Brigham, L.C. Gapenski, dz. cyt., s. 304.

¹⁰⁶ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value...*, dz. cyt., s. 36.

¹⁰⁷ Tamże.

¹⁰⁸ R. Leszinski, M.V. Marn, *Setting value, not price*, *The McKinsey Quarterly* 1997, 1, s. 99–115.

¹⁰⁹ T. Koller, *What is Value-based Management?*, *The McKinsey Quarterly* 1994, vol. 3, No. Summer, s. 87–101; A. Payne, A.S. Halt, P. Frow, *Integrating employee, customer and shareholder value through an enterprise performance model: an opportunity for financial services*, *The International Journal of*

w doborze strategii biznesowej, opartej na doborze i wykorzystaniu nośników wartości w modelach badających wartość przedsiębiorstw. Stwierdza, że odpowiednio dobrana strategia sprzyja kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, a tym samym stwarza przesłanki do osiągnięcia przewagi nad konkurencją. Jego teorię uzupełnia Grönroos, stwierdzając: „w ostatecznym rozrachunku wartość dla akcjonariuszy pochodzi z zyskowych relacji z klientami, a nie z giełdy”¹¹⁰. Z przeprowadzonych badań wynika, że wzrost relacji z klientami wpływa na wzrost wartości przedsiębiorstwa¹¹¹, a relacje z klientem należy rozumieć jako nośnik wartości. Z kolei Kaplan i Norton utożsamiają z nim przewagę konkurencyjną¹¹².

Na przestrzeni ostatnich 40 lat pojęcie wartości i związana z nim koncepcja zarządzania wartością wywarły istotny wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw na całym świecie. Pierwszym przedsiębiorstwem, które wdrożyło koncepcję zarządzania poprzez wartość na polskim rynku kapitałowym, był PKN Orlen. Obecnie większość dużych jednostek ukierunkowana jest na tworzenie wartości, realizując przy tym główny cel strategiczny, jaki stanowi kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Istnieje duża potrzeba poszukiwania i stosowania metod zarządzania zorientowanych na długoterminowe budowanie wartości przedsiębiorstwa. Aktualność zagadnień związanych z tematyką VBM w kontekście współczesnej gospodarki globalnej sprawia, że koncepcja ta jest coraz częściej wykorzystywana w strukturach organizacji jako centralny element zarządzania firmą. Za sprawą wzrostu roli inwestorów instytucjonalnych, postępującego procesu globalizacji, powstawania i upowszechniania nowych metod wyceny jednostek biznesowych pojęcie wartości stało się ważnym elementem w sposobie zarządzania. Duży potencjał rynkowy, jak również popularyzacja koncepcji VBM oraz liczne publikacje naukowe sprawiły, że firmy konsultingowe zaczęły tworzyć jej metodyczną stronę. Literatura przedmiotu, w szczególności poświęcona zarządzaniu portfelem inwestycyjnym (z ang. *corporate portfolio management*), wskazuje na niedobór wiedzy w tym zakresie. W kolejnej

Bank Marketing 2000, vol. 18, no. 6, s. 258–73; G.B. Stewart, *The Quest for Value*, HarperCollins, New York 1991; D.L. Wener, R.W. LeBer, *Managing for shareholder value – from top to bottom*, Harvard Business Review 1989, November/December, s. 52–66; S.F. Slater, E.M. Olsen, *A value-based management system*, Business Horizons 1999, vol. 39, no. 5, s. 48–52; R.F.C. Dobbs, T.M. Collier, *The expectation treadmill*, McKinsey Quarterly 1998, 3, s. 32–43.

¹¹⁰ C. Grönroos, *Service Management and Marketing: A Customer Relationship Approach*, second edition, Wiley, Chichester 2000, s. 9.

¹¹¹ F.F. Reichheld, *Loyalty and the renaissance of marketing*, Marketing Management, 1994, vol. 2, no. 4, s. 10–20.

¹¹² R.S. Kaplan, D.P. Norton, *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston 1996.

części pracy zostały omówione zależności pomiędzy determinantami wartości i ich wpływ na poszczególne fazy migracji wartości sektorów i przedsiębiorstw.

1.4. Zmienność wartości na rynku kapitałowym na przykładzie banki spekulacyjnej

Naturalnym środowiskiem funkcjonowania przedsiębiorstw z różnych branż jest rynek kapitałowy, czyli giełdy papierów wartościowych, umożliwiające sprzedaż lub kupno różnego rodzaju papierów wartościowych. Zdolność spółki do generowania wyniku finansowego, jak również zorientowanie spółki na osiągnięcie długofalowego wzrostu wartości wiąże się z pozyskiwaniem nowego kapitału, w formie emisji akcji lub kapitalizacji zgromadzonych rezerw.

Pojęcie kapitalizacji rynkowej wiąże się bezpośrednio z istotą wartości przedsiębiorstw notowanych na giełdzie papierów wartościowych. W literaturze występuje również określenie „kapitalizacja giełdowa”, odzwierciedlające rynkową wartość spółki, wyrażoną iloczynem liczby wyemitowanych papierów wartościowych, np. akcji będących w obrocie lub wybranej grupy, i ich ceny rynkowej, przy uwzględnieniu aktualnych danych z danego dnia notowań. Innymi słowy, kapitalizacja rynkowa przedstawia wycenę spółki dokonaną przez rynek kapitałowy. Ustalana jest wartość aktywów netto, czyli wielkość kapitału, również tego będącego poza obrotem giełdowym. Z kolei w literaturze podkreśla się istotny problem towarzyszący ustalaniu wartości spółki, którym jest wartość nazw marek. Jest to jeden z aspektów rzeczywistości finansowej, niepodlegający żadnej mierze, a odzwierciedlany przez kapitalizację.

Uzasadnienie hipotezy potwierdzającej związek pomiędzy rolą marki a osiąganymi wynikami finansowymi przedsiębiorstwa, w tym wykreowaną wartością dla akcjonariuszy, znajduje swoje odzwierciedlenie w wynikach badań empirycznych. W literaturze prezentowane są dwa podejścia, na których koncentrują się badacze. Pierwsze z nich skupia się na wpływie marki na wartość przedsiębiorstwa, drugie zaś odzwierciedla związek pomiędzy siłą marki a wykreowaną wartością dla akcjonariuszy. Badania przeprowadzone przez Simona i Sullivana wskazały zależność pomiędzy wartością odtworzeniową przedsiębiorstw a wartością marki, która stanowić może nawet 150% jego wartości¹¹³. Do podobnych wniosków doszli Conchar, Crask

¹¹³ C. Simon, M. Sullivan, *The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach*, Marketing Science 1993, vol. 12, s. 28–52.

i Zinkhan¹¹⁴, prezentując zależności pomiędzy kwotami przeznaczanymi na reklamę a wartością rynkową firmy. Kerin wraz z Sethuramanem¹¹⁵, uzależniając wartość marki od wartości rynkowej oraz wartości księgowej, uzyskali dodatnią relację pomiędzy wskaźnikami. Empiryczne podejście zaprezentowane przez Aakera i Jackobsena¹¹⁶ oraz Bartha, Clementa, Fostera, Kasznika¹¹⁷ wykazało silną dodatnią korelację pomiędzy zmianami cen akcji przedsiębiorstwa a wartością marki. Analogiczne wyniki badań uzyskali Mizik i Jacobsen¹¹⁸, udowadniając, że zwiększenie postrzegania marki przez konsumentów wpływa na wzrost zwrotu z posiadanych akcji o 4,8%, oraz Madden, Fehle i Fournier¹¹⁹, wykazując przewagę przedsiębiorstw z wartościowymi markami, które uzyskały wyższe zwroty z akcji niż średnia rynkowa. Wyniki badań empirycznych jednoznacznie wskazują na silny związek marki z wartością spółek. Znak towarowy jako niemierzalny i nieuwzględniany aspekt rzeczywistości finansowej w wycenach przedsiębiorstw stanowi jedną z poważnych przyczyn powstawania niebezpiecznych zjawisk spekulacyjnych na rynkach finansowych świata oraz łączy się z kształtowaniem popytu i podaży na określoną markę.

Pojawieniu się bańki spekulacyjnej, określanej również mianem „bańki finansowej”, „bańki cenowej” lub „gorączki spekulacyjnej”, towarzyszy zjawisko polegające na wzroście ceny za dane aktywo, np. akcję, do stopnia przewyższającego jej rzeczywistą wartość wewnętrzną. W literaturze istnieją odmienne podejścia definiujące wartość wewnętrzną. Mikołajewicz definiuje ją jako: „wartość wynikającą bezpośrednio z rzeczywistej zdolności wycenianego waloru do generowania dochodów, opartych na jego charakterystykach wewnętrznych i potencjalne wzrostu”¹²⁰. Niezależnie od przyjętej definicji każda z nich argumentuje powstawanie bańki spekulacyjnej w momencie, gdy oczekiwania inwestorów są zbyt wygórowane względem możliwości

¹¹⁴ M. Conchar, M. Crask, G. Zinkhan, *Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending: A review and Meta – Analysis*, Journal of the Academy of Marketing Science 2005, vol. 33, no. 4, s. 455–460.

¹¹⁵ R. Kerin, R. Sethuraman, *Exploring the Brand Value – Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies*, Journal of the Academy of Marketing Science 1998, vol. 26, no.4, s. 260–273.

¹¹⁶ D. Aaker, R. Jacobson, *The Financial Information Content of Perceived Quality*, Journal of Marketing Research 1994, vol. 31, s. 191–201.

¹¹⁷ M. Barth, M. Clement, G. Foster, R. Kasznik, *Brand Values and Capital Market Valuation*, Review of Accounting Studies 1998, vol. 3, s. 41–68.

¹¹⁸ N. Mizik, R. Jacobsen, *Talk About Brand Strategy*, Harvard Business Review, September 2005.

¹¹⁹ T. Madden, F. Fehle, S. Fournier, *Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding*, Journal of the Academy of Marketing Science 2006, vol. 34, no. 2, s. 224–235.

¹²⁰ G. Mikołajewicz, *Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu 2010, nr 142, s. 702.

generowania korzyści finansowych przez pojedyncze przedsiębiorstwo, jak również grupę kapitałową.

Omówione wcześniej najważniejsze elementy bańki spekulacyjnej wskazują na silne dysproporcje pomiędzy oczekiwaniami inwestorów a rzeczywistością finansową mierzoną przez modele ekonomiczne. W historii rynków kapitałowych można wymienić pięć „gorączek spekulacyjnych”, które w istotnym stopniu wpłynęły na kształtowanie się rzeczywistości ekonomicznej, w tym w szczególności na światową gospodarkę oraz rynki kapitałowe. Zalicza się do nich:

1. tulipanomanię;
2. Kompanię Mórz Południowych;
3. wielką depresję;
4. *dot-com bubble* – bańkę internetową;
5. rynek kredytów hipotecznych subprime i bankructwo Lehman Brothers.

Tulipanomania

Za pierwszą bańkę spekulacyjną na świecie przyjmuje się kryzys zaobserwowany w XVII-wiecznej Holandii, nazywany tulipanomanią. Kwiaty, a w szczególności cebulki tulipanów, zyskiwały na popularności we wszystkich prowincjach niderlandzkich, stając się jednocześnie symbolem luksusu oraz wyznaczając status społeczny. Cieszące się dużym zainteresowaniem różne odmiany tych kwiatów spowodowały niekontrolowane wzrastanie popytu, co skutkowało wzrostami cen rynkowych. Zdarzało się, że za tulipany można było nabyć nieruchomości. Najdroższą sprzedaną cebulką tulipana była słynna *Semper Augustus*, osiągając cenę jednostkową 6000 guldenów¹²¹. Pojawiały się również liczne spekulacje na temat cen (podobieństwo do spekulacji, które występują na współczesnych rynkach kapitałowych). Wiele osób starało się nabyć jak największą liczbę sadzonek, by dorobić się okazałego majątku. Zaczęto również sprzedawać tulipany, które zamierzano dopiero posadzić. Był to analogiczny proceder do współczesnego handlu kontraktami terminowymi. W 1637 roku rynek doświadczyła *bessa*, spowodowana wygórowanymi cenami kwiatów oraz brakiem chętnych na ich kupno. Istotnymi czynnikami przyczyniającymi się do załamania runku były utrata płynności osób, które biorąc kredyt, stały się niewypłacalne względem swoich pożyczkodawców, jak również zerwanie kontraktów

¹²¹ Średnie roczne wynagrodzenie wynosiło wtedy 150 guldenów na jednego pracownika.

gwarantujących zakup cebulek w przyszłości przez kontrahentów, którzy nie mieli możliwości wywiązania się ze swoich zobowiązań.

Kompania Mórz Południowych

Innym przykładem jednej z pierwszych poważnych „gorączek spekulacyjnych” w historii była afera związana z Kompanią Mórz Południowych¹²², ówczesnym podmiotem gospodarczym założonym w Anglii na początku XVIII wieku. Jej głównym celem było przywrócenie wiarygodności kredytowej rządu państwa. Spółka, zyskując wyłączność na prowadzenie interesów w obszarze handlu z Ameryką Południową, zgodziła się przejąć rządowy dług w wysokości 10 mln funtów. Pomimo braku doświadczenia zarządu w działaniach ekspansyjnych wartość akcji spółki rosła. W 1720 roku, po gwałtownych wzrostach cen akcji oraz dodatkowych emisjach papierów wartościowych, rynek zasililo powstanie wielu konkurencyjnych podmiotów gospodarczych o zróżnicowanym zakresie działalności podstawowej. Zyskały przydomek „bubbles”¹²³, ze względu na ich krótką żywotność. Likwidacje i bankructwa małych przedsiębiorstw znacząco wpływały na kształtowanie się cen akcji Kompanii Mórz Południowych, których wartość zaczęła drastycznie spadać. Wywołało to tym samym panikę rynkową w momencie podjęcia decyzji przez zarząd o sprzedaży udziałów i poinformowaniu o tym fakcie opinii publicznej. Wydarzenie wpłynęło na powstanie pierwszego instrumentu zabezpieczającego przed podobnymi kryzysami. Był nim dokument „Bubble Act”, zakazujący emisji papierów wartościowych bez zgody głowy państwa. Analogiczne wahania cyklu koniunkturalnego miały miejsce we Francji, za sprawą akcji Kompanii Missisipi, która przeobraziła się z upadającej spółki w prężnie działający podmiot gospodarczy o strukturze multibiznesu. W 1719 roku zmieniono jej nazwę na Stałą Kompanię Indyjską. Swoją sukces zawdzięczała głównie uzyskanemu monopolowi na handel morski. Inwestorzy mieli możliwość pozyskania akcji za obligacje skarbu państwa, tym samym redukując zadłużenie Francji. Bardzo duże zainteresowanie akcjami Kompanii Indyjskiej, w tym wzrost ich ceny, spowodowało utworzenie niebezpiecznej spirali, wpływającej na stabilność finansową całego rynku. Wzrost cen akcji skutkował zwiększeniem popytu na pieniądź, z kolei wzrost popytu na pieniądź powodował wzrost jego podaży. Oznaczało to w praktyce

¹²² C. Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, 1841, Copyright 2001 by Litrix Reading Room.

¹²³ bańki (ang.)

zwiększanie zapotrzebowania na kupno akcji spółki, co z kolei wpływało na kształtowanie się ich cen. Inwestorzy zaczęli powoli dostrzegać koniec osiągnięcia możliwie wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału w papiery wartościowe Kompanii Indyjskiej. Zapoczątkowało to masowe wycofywanie kapitału z rynku, jak również spieniężanie udziałów spółki przez coraz większe grupy interesariuszy, tym samym powodując gwałtowny spadek wartości akcji przedsiębiorstwa, które zostało zmuszone to ogłoszenia bankructwa.

Wielka depresja

W XX i XXI wieku, równoległe do dynamicznego rozwoju technologicznego, myśli intelektualnej, rynków finansowych oraz powszechnego dostępu do dóbr materialnych, miały miejsce negatywne w skutkach wydarzenia, które znacząco wpłynęły na tendencje rozwoju gospodarki światowej i spowodowały jej komplikację. Roaring Twenties Bubble jest jedną z najsłynniejszych baniek spekulacyjnych. Określana mianem wielkiej depresji spowodowała masową wyprzedaż akcji w Stanach Zjednoczonych. Historycznym dniem, który zachwiał koniunkturą amerykańskiej giełdy, był 24 października 1929 roku. Zyskał przydomek „czarny czwartek”, ze względu na poniesione przez inwestorów straty. W tamtym okresie dużą popularnością cieszyły się głównie spółki o charakterze technologicznym, zatem najwięcej kapitału lokowano w papiery wartościowe przedsiębiorstw funkcjonujących w tym sektorze. Z czasem akcjonariusze zorientowali się, że duża część notowanych podmiotów jest przewartościowana. Skutkowało to masową i niekontrolowaną wyprzedażą akcji na niewyobrażalną skalę. Wielkość obrotu wyniosła 16,5 mln akcji¹²⁴. Spółki, tracąc swój akcjonariat, zostały zmuszone do ogłaszania upadłości. Wydarzenia z czarnego czwartku spowodowały również rekordowe spadki jednego z największych indeksów giełdowych na świecie – DIJA (Dow Jones Industrial Average), o 38 punktów¹²⁵, jednocześnie wpływając na gwałtowne zahamowanie całej gospodarki Stanów Zjednoczonych.

¹²⁴ A.J. Field, *Uncontrolled Land Development and the Duration of the Depression in the United States*, *Journal of Economic History* 52, June 1992, s. 785–805.

¹²⁵ M. Bernstein, *The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America 1929-1939*, Cambridge University Press, New York 1987.

Dot-com bubble – bańka internetowa

Przykładem innej banki spekulacyjnej, związanej z rozwojem technologicznym, a w szczególności z szybko rozwijającą się branżą internetową, była tzw. bańka internetowa (*Internet bubble, dot-com bubble*). W 1995 roku rozpoczęto masowo inwestować w spółki z tego sektora, które zyskiwały status „lokaty kapitału” na przyszłość. Oczekiwano dużych stóp zwrotu. Kupowano również akcje przedsiębiorstw ponoszących straty. Tendencja ta utrzymała się do roku 2000. Indeks NASDAQ osiągnął wtedy 5132,52 punktu, by w kilka miesięcy spaść do poziomu ok. 2 tys. punktów w wyniku „przewartościowania” przedsiębiorstw z sektora IT przez inwestorów, którzy zorientowali się, że cena akcji jest nierzeczywista, tym samym pozbywając się ich z portfolio. Swoją kapitał przenieśli na rynek nieruchomości, który poprzez szybki rozwój sprzyjał osiągnięciu korzystnych zwrotów z inwestycji w przyszłości.

Rynek kredytów hipotecznych subprime i bankructwo Lehman Brothers

Z początkiem XXI wieku coraz większą popularność zyskiwały kredyty hipoteczne subprime, udzielane głównie w Stanach Zjednoczonych osobom pozbawionym zdolności kredytowej. Na przełomie 2006 i 2007 roku, w wyniku nagłego spadku cen nieruchomości i rosnącej liczby kredytobiorców, pożyczki subprime, nieposiadające żadnego zabezpieczenia, zapoczątkowały globalny kryzys gospodarczy, który spowodował liczne bankructwa, m.in. banku Lehman Brothers, zachwianie systemami finansowymi wielu państw (jednym z najbardziej poszkodowanych była Islandia) oraz recesję na światowych giełdach papierów wartościowych. Powstające w czasie kryzysu na rynkach kapitałowych spekulacje doprowadziły do spadku notowań cen akcji kluczowych przedsiębiorstw światowych, takich jak Gazprom, Lukoil czy Norylski Nikiel, które potrzebowały rządowych pożyczek, by ustrzec się przed ogłoszeniem stanu upadłości. Podobna sytuacja panowała na rynkach surowców i rynkach walutowych. Frank szwajcarski zaczął się umacniać w stosunku do innych walut. Tendencja ta utrzymywała się do końca 2009 roku. Rekordowy kurs w tamtym okresie wyniósł 3,27 PLN¹²⁶, z kolei 11 lipca 2008 roku cena za baryłkę ropy na nowojorskiej

¹²⁶ Kurs franka szwajcarskiego, Money.pl, <http://www.money.pl/pieniadze/kurs/chf,797.html> (dostęp: 23.05.2017).

giełdzie osiągnęła historyczne maksimum 147 USD¹²⁷. Straty notowały również instytucje finansowe, szczególnie banki inwestycyjne oraz instytucje kredytowe. Morgan Stanley stracił 80%¹²⁸ swojej wartości rynkowej między 2007 a 2008 rokiem, w wyniku masowego spieniężania akcji przez inwestorów. Osłabienie amerykańskiego dolara spowodowało gwałtowny wzrost cen złota, którego wartość za uncję w 2009 roku wyniosła 1087,5 USD¹²⁹.

Zjawisko gorączki spekulacyjnej jest i było nieodłączną częścią funkcjonowania rynków finansowych. Decyzje podejmowane przez inwestorów uwarunkowane są również przesłankami o charakterze psychologicznym i niosą za sobą konsekwencje w postaci nieprzemysłanych i zagrażających stabilności rynków kapitałowych decyzji. Jednym z najbardziej kontrowersyjnych modeli bańki spekulacyjnej, związanym z siłą percepcji, jest model opracowany przez George'a Sorosa, zakładający, że: „istnieje dwukierunkowe zwrotne powiązanie między percepcją i rzeczywistością, które może wspierać wzrost samowzmacniającej i ostatecznie samowygaszającej się fali wzrostu. Każda bańka składa się z trendu i błędnego przekonania, które pozostają ze sobą w interakcji”¹³⁰. Oznacza to, że ludzkie myślenie jest zawsze obarczone błędem. Podobne podejście prezentuje Charles Kindleberger¹³¹, opisujący zmienne nastawienie człowieka, od racjonalnego po rzeczywiste, w trakcie trwania bańki spekulacyjnej. Z kolei badania przeprowadzone przez Richarda Thalera¹³² pozwoliły na opracowanie teorii *mental accounting*, mówiącej o wpływie oczekiwań na wyobrażenie o osiągniętych zyskach i ponoszonych stratach inwestycyjnych. Do analizy informacyjnej odnieśli się również Herbert Simon¹³³, uważający, że człowiek ma ograniczone możliwości przetwarzania informacji, oraz Elliot Aronson¹³⁴, opisujący rolę dysonansu w powstawaniu baniek spekulacyjnych. Szczegółowość interakcji i powiązań pomiędzy rynkiem a zachowaniem człowieka sprawia, że bańki spekulacyjne są jeszcze bardziej

¹²⁷ Bloomberg WTI Peak to trough and back above \$50 per barrel in 2008–2009, <https://www.bloomberg.com/energy> (dostęp: 23.05.2017).

¹²⁸ D. Kudła, *Morgan Stanley's future is bright for investors*, MarketWatch, <http://www.marketwatch.com/story/morgan-stanleys-future-is-bright-for-investors-2013-10-08>, (dostęp: 23.05.2017).

¹²⁹ *Gold Price History from 30 B.C. to Today*, <https://www.thebalance.com/gold-price-history-3305646>, (dostęp: 23.05.2017).

¹³⁰ G. Soros, *The New Paradigm for Financial Markets*, New York 2008, s. 11.

¹³¹ Ch. Kindleberger, *Szaleństwo, panika, strach. Historia kryzysów finansowych*, Warszawa 1999, s. 43.

¹³² R. Thaler, *Mental Accounting Matters*, *Journal of Behavioral Decision Making*, 1999, nr 12, s. 183–206.

¹³³ H. Simon, *A Behavioral Model of Rational Choice*, *Quarterly Journal of Economics*, 1955, nr 69(1), s. 99–118.

¹³⁴ E. Aronson, *The Theory of Cognitive Dissonance: A Current Perspective*, *Advances Experimental Psychology*, New York 1969, s. 2.

nieprzewidywalne w skutkach i praktycznie niemożliwe do przewidzenia. Szeroka literatura behawioralna wyznacza nowy kierunek analiz racjonalności inwestorów na rynkach finansowych oraz ich zachowań.

Pojawieniu się gorączki spekulacyjnej towarzyszy szereg mechanizmów oraz zjawisk psychologicznych, jak np. błędy percepcji, konformizm czy wpływ emocji na podejmowanie decyzji. Modele opisujące wartość przedsiębiorstwa, a przede wszystkim jej fluktuację, mogą okazać się nieskuteczne na tle zachodzącego zjawiska, jakim jest bańka spekulacyjna. Powoduje to wyraźny problem z przewidzeniem kierunku przemieszczania się wartości pomiędzy sektorami gospodarczymi i pojedynczymi jednostkami biznesowymi. Pomiar procesów migracji wartości nie uwzględnia czynników behawioralnych, zatem przeprowadzenie racjonalnych badań w niektórych przypadkach może okazać się niemożliwe, zaś uzyskane wyniki będą znacząco odbiegać od rzeczywistych.

Mnogość koncepcji oraz kierunków definiowania pojęcia wartości, począwszy od czasów starożytnych, wskazuje na jej uniwersalność oraz istotną rolę, jaką odgrywa w wielu płaszczyznach życia. Wartość jest terminem ogólnym, wykorzystywanym i rozumianym w zróżnicowanych sposób, w zależności do dziedziny naukowej. Jej desygnatami mogą być „piękno”, „szlachetność”, „wartość likwidacyjna” czy „wartość kapitalizacji rynkowej.” Interdyscyplinarne zastosowanie tego pojęcia umożliwia jego rozwój na wielu płaszczyznach, tych o charakterze aksjologicznym, jak również logiczno-matematycznym czy ekonomicznym. Omówione w rozdziale pierwszym etymologia oraz koncepcje pojęcia wartości w różnych dziedzinach nauki stanowią punkt wyjścia do dalszych rozważań nad jej fluktuacją.

Na potrzeby niniejszej rozprawy doktorskiej przyjęto dwie definicje wartości, które znajdują swoje rozwinięcie i odzwierciedlenie w dalszej części pracy, a szczególnie w części empirycznej. Zarówno z perspektywy koncepcji zarządzania wartością, jak i procesów migracji wartości autor pracy posługiwał się kategoriami:

- wartości rynkowej, czyli ceny, jaką dany składnik aktywów uzyskuje w obrocie na zorganizowanym rynku kapitałowym;
- wartości ekonomicznej, rozumianej jako potencjał danego składnika majątku w zakresie generowania gotówki na rzecz właściciela.

Obie kategorie gwarantują najbardziej miarodajne wyniki wyceny, jak również powinny pełnić funkcję danych wejściowych do modeli budowania wartości dodanej

oraz do pomiaru procesów migracji wartości¹³⁵. Wyrażają również aktualną wartość całkowitą przedsiębiorstwa na dany dzień, uwzględniając bieżącą cenę akcji, jak również proces zmiany wartości pieniądza w czasie, w którym obecne jest zjawisko kapitalizacji. Zatem w ujęciu makroekonomicznym oznacza to, ile rynek byłby w stanie „zapłacić” za daną spółkę w określonym okresie.

W rozdziale drugim dokonano szerokiej analizy badań uznanych za istotne dla zjawiska migracji wartości. Przedstawiono teoretyczne koncepcje zagadnienia, w tym zidentyfikowano i omówiono jego fazy, metody wyznaczające mapę wartości, po której „poruszają” się jednostki oraz sektory gospodarcze. Następnie autor dokonał charakterystyki i systematyzacji czynników kreowania wartości istotnych dla określenia relacji zachodzących pomiędzy nośnikami wartości a jej fluktuacją. Omówione zostały również metody pomiaru zjawiska migracji wartości, modele koncepcyjne, jak również metody ilościowe, umożliwiające klasyfikację przedsiębiorstw do odpowiedniej fazy przyływu, stabilizacji lub odpływu wartości.

¹³⁵ D. Siudak, *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 25.

2. Migracja wartości – istniejący stan wiedzy

2.1. Pojęcie migracji wartości

Zagadnienie migracji wartości przedsiębiorstw, a w szczególności migracji wartości sektorów gospodarczych, nie znalazło szerokiego spectrum analiz w dotychczasowych opracowaniach i pracach naukowych poświęconych zarządzaniu przedsiębiorstwem. Stało się tak, mimo że pojęcie to bezapelacyjnie wpisuje się w koncepcje zarządzania poprzez wartość. Istnieje zaledwie niewielka grupa pozycji literaturowych podejmujących w sposób całościowy temat tego zjawiska. Należy w tym miejscu wyróżnić przede wszystkim monografię Adriana Slywotzky'ego z 1996 roku *Value Migration*. Praca Slywotzky'ego jest jedną z dwóch monografii poświęconych w całości zagadnieniu migracji wartości¹³⁶.

Pomimo tego, że na przestrzeni ostatnich 30 lat, wraz z dynamicznym rozwojem gospodarki światowej, a przede wszystkim globalnych rynków finansowych, wartość przedsiębiorstwa zyskała na randze, stając się jednym z kluczowych kryteriów oceny efektywności zarządzania biznesem, paradoksalnie pojęcie migracji wartości bardzo rzadko występuje w literaturze przedmiotu, jak również nieliczna grupa autorów dokonała próby jego zdefiniowania. Pierwszą definicję zaproponował prekursor tego zjawiska, A. Slywotzky: „Migracja wartości obrazuje przepływ zysków i bogactwa akcjonariuszy przez biznesową szachownicę. Jest to proces, w którym wartość odpływa od przestarzałych ekonomicznie modeli działalności biznesowej i płynie do nowych, które bardziej efektywnie kreują korzyści dla klientów oraz pozyskują wartość dla akcjonariuszy”¹³⁷. Definicja sugeruje również związek pomiędzy kreowaniem wartości a zaspokajaniem potrzeb klientów. Pogląd ten podzielają inni autorzy. A. Herman¹³⁸ uważa, że migracja wartości przedsiębiorstw wynika z migracji wartości intelektualnej, czego konsekwencją jest dynamiczny rozwój spółki i zwiększanie przewagi

¹³⁶ Drugą monografią w całości poświęconą zjawisku migracji wartości jest dzieło Dariusza Siudaka *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2013. Zagadnienie migracji wartości, na podstawie monografii Slywotzky'ego, omówiono szerzej w dalszej części pracy.

¹³⁷ A.J. Slywotzky, *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts 1996, s. 21. Wprowadzony przez Slywotzky'ego termin migracji wartości (z ang. *value migration*) został zastrzeżony przez firmę konsultingową Mercer Management Consulting i tylko, i wyłącznie może być przez nią stosowany w zakresie usług konsultingowych, jako produkt doradczy.

¹³⁸ A. Herman, *Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstw*, wyd. Difin, Warszawa 2006, s. 25.

konkurencyjnej, powodując tym samym większe zadowolenie odbiorców oferowanych dóbr i usług. Z kolei B. Dobiegała-Korona stwierdza: „(...) wartość przedsiębiorstw migruje od branż tradycyjnych do nowoczesnych oraz w ramach branży do firm, które oferują wyższe wartości dla klienta”¹³⁹. Odmienne punkty widzenia prezentują A. Black, P. Wright i J.E. Bachman. Autorzy zgadzają się z tezą Slywotzky’ego zawartą w definicji pojęcia migracji wartości, natomiast podkreślają, że satysfakcja klienta, jak również kapitał intelektualny nie przyczyniają się bezpośrednio do wyzwolenia migrującej wartości pomiędzy przedsiębiorstwami:

(...) doskonała jakość produktów oraz zadowolenie klienta nadal są konieczne, lecz już niewystarczające; nie wystarczy też już koncentrować się wyłącznie na zysku. Rozpoczęła się gra, w której sukces wymaga zarówno utrzymania wysokiej stopy zwrotu z kapitału, jak i stóp wzrostu dających czołową pozycję w swojej klasie. Jeśli połączymy te dwa czynniki z proaktywnym sposobem zarządzania ryzykiem związanym z optymalizacją rentowności i wzrostu, otrzymujemy zupełnie nowy zestaw odwrotnie zależnych wielkości i strategicznych kombinacji zasobów, stanowiący wyzwanie dla sektora przedsiębiorstw¹⁴⁰.

Przytoczone opinie potwierdzają złożoność procesu zarządzania poprzez wartość. Szczególnie migrację wartości należy rozpatrywać w długim horyzoncie czasowym, w ujęciu makroekonomicznym, aby zauważyć zmiany zachodzące w sferze ekonomicznej, technologicznej, politycznej, jak również społecznej.

T. Brabazon definiuje migrację wartości jako: „(...) przepływ sposobności do wzrostu, zysku, a w końcu wartości dla akcjonariuszy z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego”¹⁴¹. Opierając się na propozycji T. Brabazona, widać, że dokonanie dokładnego pomiaru metodami ilościowymi migracji wartości wydaje się niemożliwe, ze względu na trudność wyrażenia „przepływu sposobności” w kategorii finansowej. Z kolei M. Siudak przyczyn fluktuacji wartości dopatruje się w efektywności alokacji: „migracja wartości polega na odpływie z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego, jako następstwo poszukiwania efektywnych możliwości alokacji kapitału”¹⁴².

¹³⁹ B. Dobiegała-Korona, *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa*, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstw*, wyd. Difin, Warszawa 2006, s. 221.

¹⁴⁰ A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 32.

¹⁴¹ T. Brabazon, *Value Migration, Where is the Value in Your Industry Going?*, *Accountancy Ireland*, t. 31, nr 3, June 1999, s. 14.

¹⁴² M. Siudak, *Analiza migracji wartości w Polsce*, w: Knosala R., (red.), *Materiały konferencyjne: Komputerowo zintegrowane zarządzanie*, t. 2, WNT, Warszawa 2000, s. 170.

Zbliżoną teorię do M. Siudaka prezentuje K. Klincewicz, wyróżniając strategię rynkową oraz realizację nowych inwestycji jako źródło fluktuacji wartości: „zjawisko migracji wartości dotyczy reorientacji strategii uczestników rynku w obliczu konwergencji i pojawiania się szans rynkowych w nowych segmentach łańcucha wartości”¹⁴³.

Poza dwiema wskazanymi monografiami, które w szczegółowy sposób charakteryzują proces migracji wartości, istnieją również opracowania opisujące w znaczeniu węższym ujęciu to zjawisko i jego problematykę lub jedynie wspominają o jego istnieniu. Należy wymienić takie nazwiska jak¹⁴⁴: K. Klincewicz, M. Siudak, J. Billington, P. Phillips, M.K. Campbell, A. Slywotzky, P. Baumgartner, L. Alberts, H. Moukanas, J.P.A. Baptista, T. Brabazon, J.P. Donol, E.C. Griffiths, A. Szablewski, A. Herman, K. Leśniak-Łebkowska, P. Bartkowiak, M. Wiatr, B. Dobiegała-Korona, D.J. Morrison, B. Andelman, R.W. Mills, E. Almasy, A. Sharman, R. Krishnan,

¹⁴³ K. Klincewicz, *Przemiany w branży high-tech i zjawisko migracji wartości*, Studia i Materiały, nr 2 Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2005, s. 40.

¹⁴⁴ Tamże; M. Siudak, *Analiza...*, dz. cyt.; J. Billington, *Understanding Value Migration and Putting it to Work*, Harvard Management Update, t. 2, nr 6, June 1997; P. Phillips, *Time to Revisit Value Migration*. Business Corner, Strategies and Analysis, Rodman Publishing, July 2012; M.K. Campbell, *The Ascent of the Customer*, IEEE Potentials, t. 20, nr 2, April/May 2012; A.J. Slywotzky, P. Baumgartner, L. Alberts, H. Moukanas, *Are You Enjoying Globalization Yet? The Surprising Implication for Business*, Journal of Business Strategy, t. 27, nr 4, 2006; J.P.A. Baptista, *The New Profit Zones: Growing Shareholders Value in the Communications Industry*, Commentary, Mercer Management Consulting, 1997; T. Brabazon, *Value...*, dz. cyt.; E.C. Griffiths, *Where Does Your Profitability Reside?* Equipment Leasing Today, t. 9, nr 5, May 1997; A. Herman, A. Szablewski, *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, w: A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, wyd. Poltext, Warszawa 1999; J.P. Donol, *The Great Value Migration*, Chief Executive, nr 123, May 1997; K. Leśniak-Łebkowska, *Zasobowa koncepcja budowy strategii a tworzenie i migracja wartości*, Organizacja i kierowanie, nr 2(104), Warszawa 2001; M. Wiatr, *Migracja wartości a procesy przedsiębiorczości*, w: Strużycki M. (red.), *Przedsiębiorczość w teorii i praktyce*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006; B. Dobiegała-Korona, *Wartość...*, dz. cyt.; A.J. Slywotzky, D.J. Morrison, B. Andelman, *Strefa zysku. Strategiczne modele działalności*, wyd. PWE, Warszawa 2000; R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców. Zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr sp. z o.o., Gdańsk 2005; E. Almasy, A.J. Slywotzky, *Pattern Thinking: Identifying Tomorrows Profit Zones*, Ivey Business Journal, t. 61, nr 1, September/October 1999; A. Sharman, R. Krishnan, D. Grewal, *Value Creation in Markets. A Critical Area of Focus for Business to Business Markets*, Industrial Marketing Management, nr 20, 2001; J. Strikwerda, M. van Amerongen, M. van Wijck, *How Do Firms Adapt Their Organization to the New or Informational Economy?*, Research Memorandum, nr 5, Nolan Norton Institute, 2000; T. Moster, H. Moukanas, *Finding the Right Drivers of Value Growth. With So Many Options Which Initiatives Really Matter? The Value Growth Agenda*, Mercer Management Journal, nr 13, 2001; P. Szczepanowski, *Migracja wartości dla właścicieli spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu giełdowego w Polsce*, *Studia Ekonomiczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 238, Katowice 2015; A. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, wyd. PWN, Warszawa 2004; B. Nita, *Wykorzystanie mierników kreowania wartości w rachunku odpowiedzialności*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe Ubezpieczenia nr 41, Szczecin 2011; M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, wyd. PWN, Warszawa 2000; C. Suszyński, *Przedsiębiorstwo. Wartość*. Zarządzanie, wyd. PWE, Warszawa 2007; D. Owen, R. Griffiths, *Mapping the Markets. A Guide to Stock market Analysis*, Bloomberg Press, New York 2006; E. Ostrowska, *Migracja dochodowości akcji na rynku kapitałowym*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, wyd. CeDeWu, Warszawa 2007.

D. Grewal, J.C. Woodard, J. Strikwerda, M. van Amerongen, M. van Wijck, T. Moster, H. Moukanas, P. Szczepanowski, A. Koźmiński, B. Nita, M. Marcinkowska, C. Suszyński, D. Owen, E. Ostrowska. W wymienionych publikacjach autorzy jedynie poruszają tematykę migracji wartości w charakterze teoretycznych rozważań. Niektórzy z nich dokonują próby zdefiniowania tego zjawiska.

Na podstawie przytoczonych definicji oraz dostępnej literatury przedmiotu można dostrzec niejednoznaczność w ustaleniu znaczenia pojęcia migracji wartości. Analiza literatury przedmiotu wykazała również związek migracji wartości z migracją kapitałów i migracją zaangażowań kapitałowych oraz mnogość cytowań w publikacjach naukowych poświęconych koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Jednakże niewielu autorów dokonało próby zbudowania modeli teoretycznych, wyjaśniających istotę i sposób funkcjonowania tego zjawiska na rynkach finansowych. Strategia rozwoju przedsiębiorstw, oznaczająca zapewnienie długotrwałego wzrostu wartości, przekroczenie przeciętnej stopy zwrotu oraz przyciąganie zewnętrznych źródeł finansowania staje się we współczesnej gospodarce priorytetem. Odejście od modeli biznesowych, gwarantujących jedynie wysoką dynamikę sprzedaży, udział w rynku i zysk, na rzecz rozwiązań zapewniających trwały wzrost udziału spółki w migracji wartości¹⁴⁵ stało się faktem o skali globalnej.

2.2. Badania migracji wartości

Slywotzky wyraźnie podkreśla obecność procesu w globalnej gospodarce od momentu, w którym przedsiębiorstwa zyskały status zorganizowanych podmiotów prawnych. W monografii jego autorstwa można spotkać przykłady przepływu wartości od stacji radiowych do stacji telewizyjnych oraz migracji wartości w przemyśle samochodowym pomiędzy firmą Ford a General Motors, które miały miejsce w XX wieku w Stanach Zjednoczonych. W tym miejscu należałoby nawiązać do twórczości Josepha Schumpetera i pojęcia twórczej destrukcji (z ang. *creative destruction*), jak również do badań Alfreda Rappaporta, skupiających się na ocenie potencjału biznesu w odniesieniu do kreowania wartości dla akcjonariuszy. Schumpeter rozważał sposób alokowania zasobów z mniej produktywnych sektorów gospodarczych do tych, które wyróżnia na tle konkurencji wysoki potencjał wzrostu. Proces właściwej alokacji zasobów kapitałowych następuje wtedy, gdy w miejscu nieskutecznych

¹⁴⁵ A. Herman, A. Szablewski, *Zarządzanie wartością firmy*, wyd. Poltext, Warszawa 1999, s. 35.

ekonomicznie przedsiębiorstw formują się nowe aktywa, do których płyną zasoby, głównie kapitałowe, stające się fundamentem potencjału do tworzenia wartości dodanej¹⁴⁶. Innymi słowy, zjawisko kreatywnej destrukcji analizowane przez Schumpetera jest dokładnie tym samym co migracja wartości według Slywotzky'ego. Jedynej różnicy wynikającej z tego porównania należy dopatrywać się w procesie budowania wartości, a właściwie w momencie rozpoczęcia jej niszczenia. W obecnych czasach przedsiębiorstwa o ugruntowanej i silnej pozycji rynkowej mogą w bardzo szybki sposób znaleźć się w fazie destrukcji wartości, niezależnie od alokacji zasobów. Na ten fakt wpływa szereg innych czynników, bezpośrednio związanych z odpływem lub przyływem wartości o charakterze zarówno jednostkowym, jak również sektorowym. Zależności te zostały szerzej przeanalizowane w dalszej części pracy.

Silną analogię z analizami przeprowadzonymi przez Slywotzky'ego widać w wielu badaniach empirycznych opublikowanych przez Rappaporta¹⁴⁷, który skupia się na ocenie atrakcyjności jednostek biznesowych i sektorów gospodarczych w kontekście kreowania wartości dla akcjonariuszy. Rozpatrując przepływ wartości w ujęciu sektorowym, należy podkreślić, że w sektorach odnotowujących wyraźny przyływ wartości znajdują się przedsiębiorstwa charakteryzujące się jej odpływem, będące w fazie niszczenia wartości. Analogiczną zależność można zaobserwować wśród spółek, które swą atrakcyjnością przyciągają kapitał inwestorów, zaś branża, do której są zaklasyfikowane, znajduje się w fazie odpływu wartości. A. Rappaport potwierdza wskazaną zależność, wyraźnie akcentując wpływ wyników finansowych przedsiębiorstwa na proces migracji wartości:

niezależnie od względnej atrakcyjności danej branży przedsiębiorstwa w tej samej branży osiągają bardzo zróżnicowane wyniki. Dana firma może funkcjonować w bardzo atrakcyjnej branży, jednak jej słaba pozycja konkurencyjna może poważnie ograniczyć potencjał tworzenia wartości. Możliwa jest również sytuacja odwrotna. Mocna pozycja w nieatrakcyjnej branży może prowadzić do doskonałych perspektyw w zakresie tworzenia wartości¹⁴⁸.

Potwierdzeniem przytoczonej myśli Rappaporta są badania empiryczne polegające na obliczeniu średniej pięcioletniej stopy zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) w latach 1992–1996. Rappaport zaklasyfikował 287 przedsiębiorstw funkcjonujących w Stanach

¹⁴⁶ J.A. Schumpeter, *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, wyd. PWN, Warszawa 2009.

¹⁴⁷ A. Rappaport, *Selecting Strategies that Create Shareholder Value*, Harvard Business Review, May–June 1981, s. 139–149.

¹⁴⁸ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value...*, dz. cyt., s. 73.

Zjednoczonych do 22 sektorów gospodarczych. Uzyskane przez niego wyniki badań wykazały największą różnicę w średniej pięcioletniej stopie zwrotu dla akcjonariuszy w branży oprogramowania komputerowego, wynoszącej 104,8%, zaś najmniejszą zaobserwowano w sektorze wyrobów papierniczych – zaledwie 11,8%¹⁴⁹. W ujęciu wszystkich przeanalizowanych branż średnia różnica w TSR wyniosła 43,5%, natomiast mediana 34,4%¹⁵⁰.

Innym przykładem analiz przedsiębiorstw i ich potencjału do kreowania wartości opracowanych przez A. Rappaporta są wyniki w ujęciu jednostkowym. Porównuje on trzy linie biznesowe zróżnicowane pod względem działalności gospodarczej: półprzewodniki, energię oraz części motoryzacyjne, zaliczane do grupy kapitałowej Econoval¹⁵¹. Opierając swoje badania na planowaniu strategicznym, w tym sformułowaniu trzech wariantów kalkulacyjnych¹⁵² oceny jednostki biznesowej (konserwatywnego, najbardziej pożądanego oraz realnego), Rappaport zwraca uwagę na konwencjonalne podejście, zorientowane na rachunkowość zarządczą, do oceny planu strategicznego firmy, które nie udziela odpowiedzi na następujące pytania:

1. Czy ustalony plan działania (strategia) będzie tworzyć wartość dla akcjonariuszy? Jeśli tak, to ile ona wyniesie?
2. Które jednostki biznesowe mogą tworzyć wartość, a które ją niszczą?
3. W jaki sposób alternatywne strategie mogą wpłynąć na wartość dla akcjonariuszy?

Jako drugą monografię w całości poświęconą procesom migracji wartości należy wskazać dzieło autorstwa Dariusza Siudaka z 2013 roku zatytułowaną *Pomiar procesów migracji przedsiębiorstwa na polskim rynku kapitałowym*. Wykorzystując definicję Slywotzky'ego, Siudak określa zjawisko migracji wartości jako:

przepływ wartości między przedsiębiorstwami w wyniku poszukiwania możliwości inwestycji w efektywne modele działalności biznesowej, kreujące dla właścicieli zaangażowanego kapitału możliwie najwyższą stopę zwrotu przy akceptowalnym ryzyku¹⁵³.

Wskazuje również na możliwość przeprowadzenia kierunków analizy uzależnionych od zebranych danych ekonomicznych, wśród których wymienia¹⁵⁴:

¹⁴⁹ Tamże, s. 74.

¹⁵⁰ Tamże.

¹⁵¹ A. Rappaport, *Selecting Strategies...*, dz. cyt., s. 139–149.

¹⁵² Analiza jednostek biznesowych prezentowana przez A. Rappaporta została szerzej omówiona w podrozdziale 2.4.2.

¹⁵³ D. Siudak, *Pomiar procesów migracji...*, dz. cyt., s. 33.

- analizę pomiędzy przedsiębiorstwami jednego sektora gospodarczego;
- analizę pomiędzy przedsiębiorstwami z różnych sektorów gospodarczych;
- analizę pomiędzy sektorami gospodarczymi;
- analizę pomiędzy gospodarkami poszczególnych krajów;
- analizę pomiędzy rodzajami prowadzonej działalności gospodarczej wewnątrz przedsiębiorstwa – struktura grupy kapitałowej.

Siudak prezentuje również silną zależność pomiędzy alokowaniem kapitału w różne modele działalności biznesowej, strategią inwestycyjną oraz migrującą wartością. Rynek kapitałowy determinuje wartość bieżącą spółek. Z kolei wraz ze zmianą oczekiwań inwestorów związanych z potencjałem kreowania wartości zachodzi zjawisko jej przemieszczania. W wyniku utrzymywania lub utracenia przewagi konkurencyjnej przez jednostkę biznesową dochodzi do zmiany kierunku alokowania kapitału inwestycyjnego. W praktyce oznacza to fluktuację papierów wartościowych posiadanych przez akcjonariuszy, czego konsekwencją jest migracja wartości, będąca skutkiem poszukiwania najkorzystniejszych stóp zwrotu, przy akceptowalnym ryzyku. Autor wyraźnie wskazuje, że zjawisko to ukazuje realne kierunki inwestycji, oparte na prognozach odzwierciedlających potencjał generowania dodatkowej wartości przez przedsiębiorstwa. Analogiczne wnioski przedstawiali Slywotzky, Rappaport i Balachandran. Siudak nie ogranicza się jedynie do refleksji płynących z analizowania spółek jako podmiotów jednostkowych. Opracowuje ranking sektorów gospodarczych na podstawie jednej z miar do badania zjawiska migracji wartości (syntetyczny indeks migracji wartości). Autor wyraźnie wskazuje na potrzebę znacznie szerszego rozpatrywania zjawiska migracji wartości w kontekście sektorów gospodarczych. Szczegółowe badania w tym zakresie pozwoliłyby na opracowanie mapy migracji wartości pomiędzy branżami, co znacząco przyczyniłoby się do efektywniejszego podejmowania strategicznych decyzji inwestycyjnych, w ujęciu kreowania dodatkowej wartości, jak również do bardziej precyzyjnego wskazywania kierunków lokowania kapitału. Należy również podkreślić, że o atrakcyjności sektora nie decyduje jedynie jego wartość ekonomiczna, czyli przyszłe przepływy gotówki. Istotnym determinantem staje się stopa ryzyka, wyrażana jako średnioważony koszt kapitału.

Opisywany proces migracji wartości wg Siudaka nawiązuje bezpośrednio do migracji kapitałów. Odpływ wartości, wyrażony w mierzalnych jednostkach, nie

¹⁵⁴ Tamże, s. 35–36.

oznacza dokładnie takiego samego jej przyływu do innego przedsiębiorstwa lub branży. Analogiczny wniosek nasuwa się po rozważeniu zależności w przeciwnym kierunku. Przyływ wartości z grupy spółek nie będzie tożsamy z jej odpływem do innych jednostek. Siudak posługuje się również pojęciem jednokierunkowej migracji wartości¹⁵⁵, która występuje wówczas, gdy zachodzą zjawiska makroekonomiczne, jak np. zmiana cyklu koniunkturalnego rynków finansowych, spekulacje na rynku akcji, wybuch konfliktu zbrojnego czy załamanie się gospodarki danego państwa.

Analizę migracji wartości autor rozpatruje w kontekście migracji kapitałów. Oba pojęcia funkcjonują w języku potocznym jako synonimy i charakteryzują się silnym związkiem, pomimo że z punktu widzenia ekonomicznego oznaczają zupełnie inne zjawiska. Należy podkreślić, że zachodzące zależności pomiędzy wskazanymi procesami są ściśle od siebie zależne, natomiast dokładny pomiar i zrozumienie procesu migracji wartości możliwe są wówczas, gdy oba pojęcia traktuje się jako niejednoznaczne. Utożsamianie migracji kapitałów z migracją wartości nie jest w pełni poprawnym zjawiskiem. Różnice wynikają między innymi ze sposobu definiowania obu pojęć. Według M. Górskiego przez migrację kapitałów należy rozumieć: „sumę zobowiązań podmiotu gospodarczego, która służy finansowaniu aktywów, mających na celu pomnażanie kapitałów”¹⁵⁶, z kolei przytoczone wcześniej wykładnie Sływotzky’ego oraz Siudaka na temat migracji wartości poruszają sferę jej fluktuacji na rynku kapitałowym pomiędzy przedsiębiorstwami.

W przypadku gdy inwestorzy zdecydują się na spieniężenie pakietów akcji przedsiębiorstwa i uzyskane środki zainwestują w papiery wartościowe innej spółki, oznacza to poszukiwanie szans alokacji kapitału w atrakcyjne biznesy, ale przede wszystkim wraz z podjętymi przez nich decyzjami nastąpi proces migracji wartości. Wartość z mniej atrakcyjnego przedsiębiorstwa zostanie przeniesiona do innego, o większym potencjalnie ekonomicznym. Z kolei konsekwencją opisanych działań będzie migracja kapitałów i poszukiwanie możliwie najwyższych stóp zwrotu przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

Pojęcie migracji kapitałów, jak podkreśla Siudak, jest znacznie szersze od migracji wartości. Jego rozważania nie ograniczają się jedynie do dwóch wspomnianych zjawisk. Autor wskazuje również na zjawisko migracji zaangażowań kapitałowych lub

¹⁵⁵ Tamże, s. 42.

¹⁵⁶ M. Górski, *Architektura systemu finansowego gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2005, s. 26.

inaczej – migracji alokacji kapitału, polegające na odpływie i przyptywie kapitału na rynkach finansowych¹⁵⁷. Swoboda zawierania transakcji inwestycyjnych sprzyja powstawaniu tego procesu. Inwestorzy, realizując określoną strategię, dokonują wyboru, których jednostek biznesowych akcje chcą nabyć i które sprzedać. Korzystają również z możliwości transferu gotówki spoza zorganizowanego rynku finansowego, jakim jest giełda papierów wartościowych, na rynek dóbr rzeczowych, np. rynek dzieł sztuki. Wszystkie wymienione procesy migracji charakteryzuje ścisła zależność, pomimo że ich powstawanie może odbywać się niezależnie – pojedynczo.

Przyptyw lub odpływ wartości przedsiębiorstwa nastąpi wówczas, gdy przeniesienie kapitału wpłynie bezpośrednio na inwestycje związane z finansowaniem majątku przedsiębiorstwa. Należy to rozumieć jako migrację wartości. Równolegle zaobserwować można dwa inne procesy: migrację kapitałów oraz migrację zaangażowań kapitałowych. Migracja kapitałów jest pojęciem najszerszym, ponieważ obejmuje zmienność zdarzeń wszystkich instrumentów finansowych występujących na giełdzie.

2.3. Determinanty wartości przedsiębiorstw

Badania omówionych w poprzednim rozdziale zjawisk migracji wartości oraz związane z nimi migracja kapitałów i migracja zaangażowań kapitałowych wymagają spojrzenia na czynniki determinujące wartość, określane w literaturze przedmiotu jako nośniki wartości przedsiębiorstwa. Czynniki te odgrywają fundamentalną rolę w procesie kreowania wartości i wpływają również na procesy migracji wartości. Celem niniejszego podrozdziału jest przedstawienie stanu wiedzy wynikającego z badań nad tym, co kształtuje wartość przedsiębiorstwa.

Rozważania poruszające sferę wartości przedsiębiorstw omawiają ją nie tylko od strony jej zdefiniowania, określenia standardów i podejść do pomiaru wartości, ale również w ujęciu czynników, które ją kształtują. Są one powszechnie nazywane nośnikami lub determinantami wartości (*value drivers*).

Wyodrębnienie czynników kreujących wartość jest trudne, ponieważ dyskusja w literaturze na temat determinantów wartości jest fragmentaryczna. Jak zauważyli Kazlauskienė i Christauskas¹⁵⁸, aspekt ustalania wpływu nośników wartości na wartość biznesową jest złożony, słabo zbadany i wymaga bardziej szczegółowych badań.

¹⁵⁷ D. Siudak, *Pomiar procesów migracji...*, dz. cyt., s. 44–45.

¹⁵⁸ V. Kazlauskienė, C. Christauskas, dz. cyt., s. 23–31.

Niewielu badaczy przeprowadziło badania empirycznie dotyczące wpływu nośników wartości na wyceny przedsiębiorstw prywatnych. Pratt¹⁵⁹ argumentował, że nie jest możliwe, przy obecnie dostępnych danych, całkowite wyjaśnienie względnego wpływu różnych typów czynników wartości, powodujących prywatne przejęcia przedsiębiorstw. Pratt¹⁶⁰ zasugerował również, że brakuje literatury na temat czynników kreujących wartość, oraz wskazał na silną potrzebę prowadzenia dodatkowych badań w tym zakresie. Komentując brak jednolitego systemu klasyfikacji driverów wartości, Kazlauskienė i Christauskas stwierdzili: „biorąc pod uwagę wpływ determinantów wartości, o których wspominali autorzy analizujący kwestie wyceny przedsiębiorstw, tracimy jednolite podejście do tych driverów, a także ich klasyfikacji”¹⁶¹.

W literaturze przedmiotu zaprezentowano zróżnicowane wykazy, grupy kluczowych nośników wartości.

Najbardziej rozpowszechnionym i istotnym z punktu widzenia koncepcji VBM oraz procesu wyceny przedsiębiorstw jest klasyfikacja nośników wartości opracowana przez A. Rappaporta. Autor zwraca uwagę na siedem sił kształtujących wartość, które przedstawiono na rysunku 1. Wyróżnia siedem czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa. Są to:

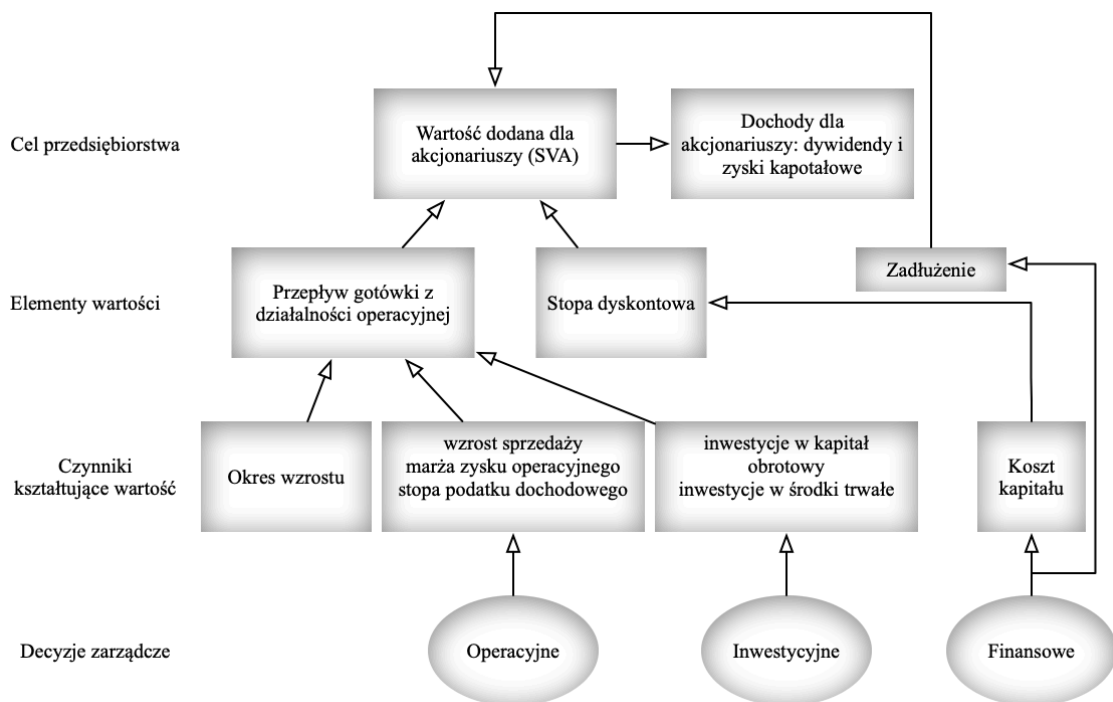
- okres wzrostu wartości;
- wzrost sprzedaży;
- marża zysku operacyjnego;
- stopa podatku dochodowego;
- inwestycje w kapitał obrotowy;
- inwestycje w środki trwałe;
- koszt kapitału.

Aby możliwe było zwiększenie wartości dla interesariuszy, wartość całego przedsiębiorstwa również musi wzrastać, co determinują wyżej wymienione czynniki. Opisane zależności przedstawiono na rysunku 1.

¹⁵⁹ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *Valuing small business...*, dz. cyt., s. 469.

¹⁶⁰ Tamże.

¹⁶¹ V. Kazlauskienė, C. Christauskas, dz. cyt., s. 25.



Rysunek 1. Sieć wartości dla akcjonariuszy

Źródło: A. Rappaport, *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*, The Free Press, A Division of Simon & Schuster Inc., New York 1995, s. 65.

Sieć wartości dla akcjonariuszy opracowana przez Rappaporta uwzględnia trzy rodzaje decyzji zarządczych wpływających na poszczególne czynniki budowania wartości. Pierwsza grupa decyzji operacyjnych oznacza podejmowanie działań dotyczących kształtowania poziomu cen, struktury produktów, promocji i reklamy, dystrybucji oraz obsługi klienta¹⁶². Jak wynika z rysunku 1, wpływają one bezpośrednio na wzrost sprzedaży, poziom marży gotówkowej oraz gotówkową stopę podatkową. Drugą grupę decyzji stanowią decyzje inwestycyjne, do których można zaliczyć podejmowanie działań w zakresie wzrostu zdolności produkcyjnych lub odnoszących się do poziomu zapasów. Działania te wpływają na dwa czynniki kształtujące wartość, zainwestowane środki w kapitał obrotowy przedsiębiorstwa oraz na inwestycje w środki trwałe. Trzecią i ostatnią grupą decyzji są decyzje finansowe, przekładające się na koszt kapitału, od którego zależy ryzyko związane z przedsiębiorstwem. Zarząd musi precyzyjnie określić proporcję pomiędzy źródłami finansowania firmy, tzn. pomiędzy zadłużeniem a kapitałem własnym¹⁶³.

Na rysunku 1 można dostrzec, że na pierwszy element wartości, jakim jest przepływ gotówki z działalności operacyjnej, mają wpływ zarówno czynniki

¹⁶² A. Rappaport, *Creating Shareholder Value...*, dz. cyt., s. 65.

¹⁶³ Tamże.

kształtujące wartość na poziomie operacyjnym, jak i na poziomie inwestycyjnym. Dodatkowo swój wpływ ma również okres, w jakim będzie wzrastać wartość. Drugi element, stopa dyskontowa, uzależniona jest od kosztu kapitału.

Z przeprowadzonej analizy sił budujących wartość można wywnioskować, że kreowanie wartości przedsiębiorstwa możliwe staje się jedynie w sytuacji, kiedy działania w obrębie wszystkich czynników zostają przeprowadzone w sposób racjonalny. Zbyt gwałtowna realizacja działań w obrębie jednego czynnika może mieć negatywny wpływ na inny obszar. Przykład takiego zjawiska może stanowić zorientowanie czynności przedsiębiorstwa na wzroście sprzedaży, czego skutkiem będzie zwiększenie należności i w efekcie, jeśli odpowiednie relacje między nośnikami wartości nie zostaną zachowane, wartość przedsiębiorstwa może zostać zniszczona.

Model opracowany przez Rappaporta został sformalizowany w postaci modelu wyceny DCF – zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Z kolei modele wyceny prezentowane przez innych badaczy nie zostały opisane jako modele matematyczne. Jak wykazała dalsza analiza literatury, dotycząca klasyfikacji determinant wartości przedsiębiorstwa, przybierają one postać jedynie modeli teoretycznych, opisowych.

Uzupełnieniem determinantów wartości opracowanych przez Rappaporta jest kwalifikacja wyszczególniona przez D. Waltersa¹⁶⁴, który oprócz czynników wymienionych w sieci wartości dla akcjonariuszy wskazuje:

- zarządzanie lojalnością klientów;
- włączenie dostawców i odbiorców w proces kreowania wartości;
- dźwignię operacyjną, czyli koszty operacyjne przedsiębiorstwa;
- zarządzanie zdolnościami i kompetencjami strategicznymi.

Wszystkie nośniki wartości Walters zakwalifikował do jednej z dwóch grup: nośników operacyjnych lub strategicznych. Dodatkowo stwierdził, że za zarządzanie pierwszą grupą odpowiedzialni są menadżerowie niższego szczebla, natomiast za drugą – zarząd przedsiębiorstwa. Jest to jedynie sugestia autora.

Podobną klasyfikację nośników wartości, do tej opracowanej przez Rappaporta, prezentuje A. Duliniec. Do podstawowych kryteriów wzrostu wartości przedsiębiorstwa zalicza¹⁶⁵:

¹⁶⁴ D. Walters, *Developing and Implementing Value Based Strategy*, Management Decision 1997, nr 35, s. 711.

¹⁶⁵ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, wyd. PWN, Warszawa 1998, s. 147.

- tempo wzrostu sprzedaży;
- marżę zysku operacyjnego;
- stawkę podatku dochodowego;
- tempo wzrostu zainwestowanego kapitału;
- strukturę i koszt kapitału;
- okres wzrostu.

Poza wskazanymi przez Rappaporta nośnikami wartości oraz rozwinięciem jego koncepcji klasyfikacji przez Waltersa i Dulińca literatura wskazuje inne, zróżnicowane podziały determinantów wartości. Według T. Copelanda i J.F. Wetsona głównymi czynnikami tworzącymi wartości przedsiębiorstwa są¹⁶⁶:

- oczekiwany wskaźnik wzrostu sprzedaży;
- stabilność sprzedaży w przyszłości;
- struktura aktywów firmy;
- kontrola oraz stosunek właścicieli do ponoszenia ryzyka.

Z kolei D.R. Emery oraz J.D. Finnerty wskazują na¹⁶⁷:

- stopień ryzyka operacyjnego działalności przedsiębiorstwa;
- pozycję firmy na rynku;
- rentowność i inne mierniki wyniku finansowego;
- sprawność kierownictwa firmy;
- stosowane zasady księgowość;
- elastyczność finansowania rozwoju spółki;
- stopień dźwigni finansowej;
- wartość operacyjnych przepływów pieniężnych w stosunku do wartości wydatków pokrywających zadłużenie i koszty przedsiębiorstwa.

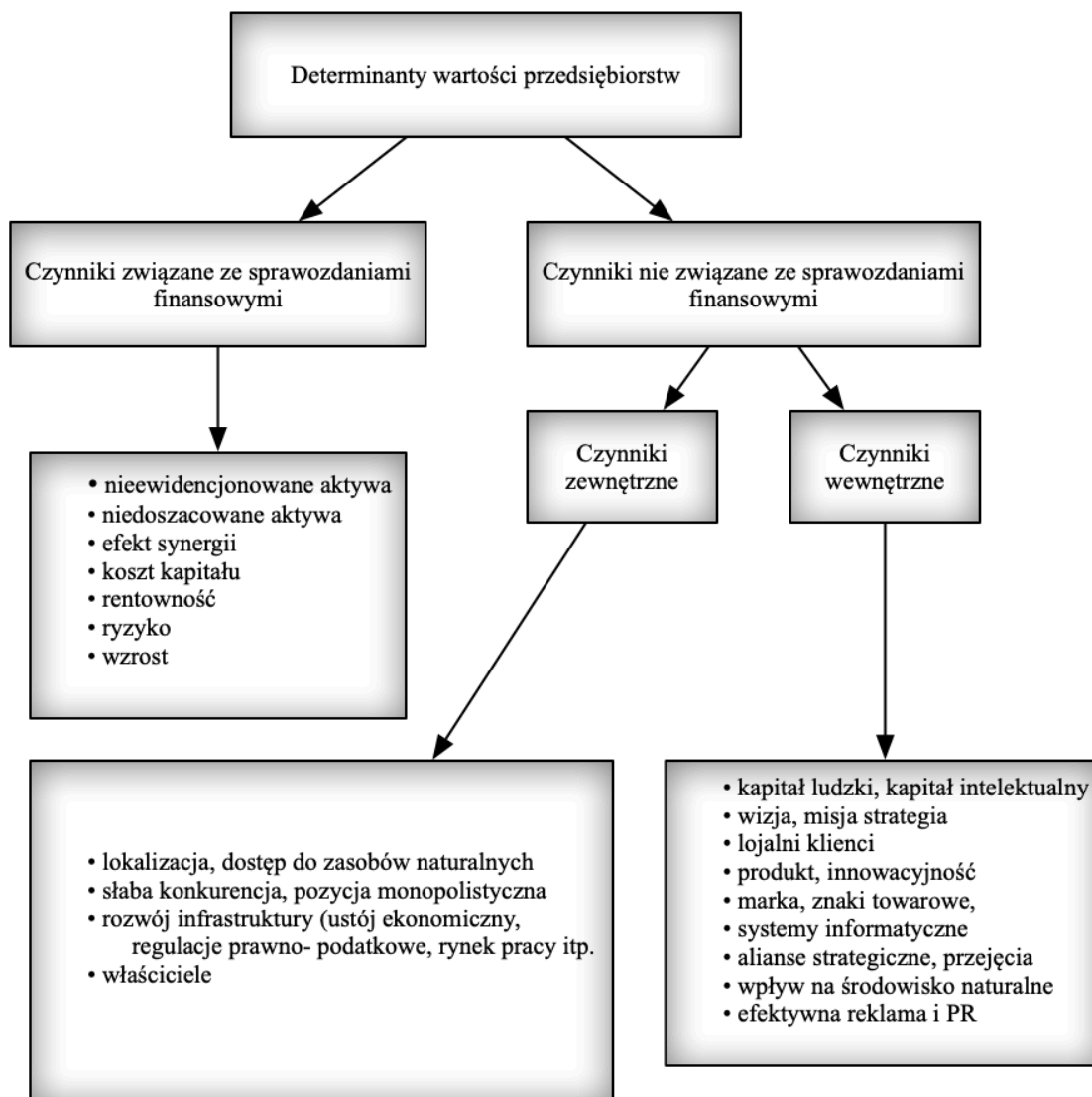
Jeszcze inne ujęcie determinantów wartości prezentują B. Nogalski, J. Rybicki i H. Marcinkiewicz. Ich podejście opiera się na procesach zachodzących w przedsiębiorstwie oraz koncepcjach zarządzania, takich jak TQM, Just in Time, Lean Management, Lean Production, Outsourcing, pełniących funkcję nośników wartości.

¹⁶⁶ T. Copeland, J.F. Wetson, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley, Reading 1998, s. 384–386.

¹⁶⁷ D.R. Emery, J.D. Finnerty, *Principles of Finance with Corporate Applications*, West Publishing Company, 1994, s. 465.

Autorzy uważają, że wskazane koncepcje, skutecznie wykorzystywane przez kadre zarządzającą, stwarzają środowisko do generowania wartości¹⁶⁸.

M. Marcinkowska prezentuje klasyfikację nośników wartości ze względu na różne kryteria, ale przede wszystkim wyodrębnia te, które należą do grupy pozabilansowej i sfery niefinansowej, co zaprezentowano na rysunku 2.



Rysunek 2. Klasyfikacja determinant wartości przedsiębiorstwa

Źródło: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, wyd. PWN, Warszawa 2000, s. 38.

Nośniki wartości bezpośrednio związane ze sprawozdawczością finansową tworzą relację z aktywami, kapitałem oraz zobowiązaniami przedsiębiorstwa. Dzięki temu umożliwiają kreowanie wartości ze względu na uzyskanie efektów synergii czy

¹⁶⁸ B. Nogalski, J.M. Rybiski, H. Marcinkiewicz, *Zarządzanie antykryzysowe jako value driver*, w: J. Duraj, *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Pekin–Łódź 2004, s. 45.

tworzenie polityki rachunkowości i zasad wyceny spółek. Z kolei nośniki wartości niezwiązane ze sprawozdaniami finansowymi Marcinkowska dzieli na wewnętrzne oraz zewnętrzne. W swojej klasyfikacji autor zwraca uwagę na jeszcze jeden bardzo ważny aspekt. Znaczenie wartości niematerialnych, umiejętnie zarządzanie nimi przez przedsiębiorstwa nabiera coraz większego znaczenia we współczesnej gospodarce, w szczególności w budowaniu przewagi konkurencyjnej i zwiększaniu udziałów w rynku. Mowa tu o nabytych przez jednostkę biznesową prawach majątkowych, takich jak licencje, koncesje, prawa do patentów, know-how, nadających się do gospodarczego wykorzystania w okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok.

D. Kowal prezentuje z kolei klasyfikację nośników wartości, dzieląc je na makro-nośniki i mikro-nośniki. Proponuje również rozwiązania mające na celu podwyższanie wartości przedsiębiorstwa na podstawie wachlarza działań operacyjnych. Koncepcję autora zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Makro- i mikro-nośniki oraz sposoby podwyższania wartości

Makro-nośniki wartości	Mikro-nośniki wartości	Sposoby podwyższania wartości
Stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży netto	<ul style="list-style-type: none"> • wielkość rynku • udział w rynku • struktura sprzedaży 	<ul style="list-style-type: none"> • wzrost efektywności operacyjnej poprzez przygotowanie oferty odpowiednich produktów • wzrost udziału w wartości rynku i utrzymanie rynków rentownych • wejście na nowe rynki • opracowanie nowych produktów • globalizacja działalności • opracowanie i wdrożenie nowej polityki sprzedażowej • oferowanie korzyści cenowych
Marża zysku operacyjnego na sprzedaż (rentowność sprzedaży)	<ul style="list-style-type: none"> • poziom cen • poziom zatrudnienia • płace • ceny materiałów 	<ul style="list-style-type: none"> • restrukturyzacja kosztów • optymalizacja produkcji • restrukturyzacja zatrudnienia • wzrost wydajności • standaryzacja produkcji • wzrost efektywności sprzedaży • outsourcing • zarządzanie procesami • rozwój systemów informatycznych
Stopa podatkowa	<ul style="list-style-type: none"> • strategie podatkowe 	<ul style="list-style-type: none"> • wykorzystywanie ulg i zwolnień • wykorzystywanie efektu osłony podatkowej • rozważenie struktury holdingu międzynarodowego • planowanie w zakresie ceł i cen w obrocie międzynarodowym • lokalizacja firmy

Makroośniki wartości	Mikroośniki wartości	Sposoby podwyższania wartości
Inwestycje w kapitał obrotowy	<ul style="list-style-type: none"> • cykl rotacji zapasów • cykl rotacji należności • cykl regulowania zobowiązań bieżących 	<ul style="list-style-type: none"> • wdrożenie monitoringu w zakresie kapitału obrotowego • optymalizacja stanu zapasów • skracanie cyklu należności • minimalizacja sald wolnej gotówki • poprawa zarządzania zobowiązaniami krótkoterminowymi • wdrożenie systemu zarządzania łańcuchami dostaw
Inwestycje w aktywa trwałe	<ul style="list-style-type: none"> • okres przydatności aktywów • skala działalności • wymiana i nakłady na utrzymanie zasobów majątkowych 	<ul style="list-style-type: none"> • wydzielanie spółek i sprzedaż udziałów • inwestowanie w projekty o dodatniej wartości obecnej netto (NPV) • sprzedaż niewykorzystanego majątku • leasing zwrotny aktywów • wynajmowanie niewykorzystywanych aktywów
Struktura i koszt kapitału	<ul style="list-style-type: none"> • koszt kapitału własnego • koszt długu • poziom zadłużenia 	<ul style="list-style-type: none"> • pozyskiwanie najtańszych źródeł finansowania • odpowiedni dobór źródeł finansowania • kalkulacja odpowiedniego poziomu dźwigni finansowej • wyznaczenie porównywalnego w sektorze kosztu kapitału własnego oraz ważonego kosztu kapitału • instrumenty pozyskiwania kapitału
Okres przewagi konkurencyjnej (okres wzrostu wartości)	<ul style="list-style-type: none"> • zyskowność inwestycji • rodzaj strategii rynkowej • siła konkurencji 	<ul style="list-style-type: none"> • innowacyjność • otwarcie na zmiany w firmie • poprawa stosunków z inwestorami • koncentracja na kluczowych kompetencjach • system motywacyjny oparty na wartości przedsiębiorstwa

Źródło: D. Kowal, *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa* [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza*, praca zbiorowa pod red. E. Urbańczyka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004, s. 135.

Z przeglądu literatury wynika, że niektóre determinanty wartości (mowa tu o wartości, jaką przyjmuje badany parametr) mogą mieć negatywny wpływ na proces kreowania wartości dodatkowej. Kazlauskienė i Christauskas zauważyli: „analizując literaturę, można zaobserwować, że większość autorów bada czynniki budujące wartość pod kątem ich wpływu na wzrost wartości przedsiębiorstwa, jednak bardziej interesujące są czynniki, które mogą wpływać na nią negatywnie”¹⁶⁹. Z kolei Figge pisał o tym, jak nośniki wartości mogą wpływać negatywnie i pozytywnie, wykorzystując na

¹⁶⁹ V. Kazlauskienė, C. Christauskas, dz. cyt., s. 24.

przykład inwestycje w energooszczędny sprzęt: „w większości przypadków będą występowały sprzeczne wpływy na czynniki budujące wartość. Firma, która inwestuje w energooszczędne urządzenia, będzie musiała najpierw zainwestować, co doprowadzi do wypływu środków pieniężnych, aby otrzymać wpływy pieniężne w późniejszym etapie”¹⁷⁰.

Wartość przedsiębiorstwa to mierzalna kategoria finansowa, pozostająca w relacji z wieloma czynnikami, które ją kształtują. Jej maksymalizacja wymaga pełnego zrozumienia stymulantów procesów migracji wartości oraz na tej podstawie przeprowadzania szczegółowych i precyzyjnych analiz, mających na celu wspieranie decyzji zarządczych i osiągnięcie pożądanego tempa rozwoju w interesie korzyści właścicieli, akcjonariuszy. Różnorodność klasyfikacji nośników wartości, jaką prezentuje literatura przedmiotu, stwarza problem, lukę badawczą. Badacze często jedynie wyodrębniają determinanty wartości, natomiast ich wpływ na proces jej budowania, a w szczególności na jej migrację, nie został jeszcze zbadany.

2.4. Modele opisujące wartość przedsiębiorstwa

Na podstawie dotychczasowych rozważań można zakładać, że proces migracji wartości oraz proces kreowania wartości kształtowane są przez determinanty wartości przedsiębiorstw. Ich wpływ na wartość przedsiębiorstwa lub fluktuację wartości skutkuje przemieszczaniem się strumienia wartości z jednego przedsiębiorstwa do innego, co w ostatecznym rozrachunku obrazuje wartość końcowa, która maleje lub rośnie. Nośniki wartości wpływają na wartość przedsiębiorstwa. W niektórych badaniach opracowano modele wyjaśniające związek pomiędzy nośnikami a wartością. Celem podrozdziału jest przedstawienie tych badań. Omówiono model zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF, stanowiący formalizację koncepcji Rappaporta – sieci wartości dla akcjonariuszy. W kolejnym etapie przedstawiono inne metody szacowania wartości przedsiębiorstwa, metody mnożnikowe i księgowo. W trzecim kroku zostały omówione modele wynikające z miar wprowadzonych przez koncepcje VBM.

¹⁷⁰ F. Figge, *Value-based environmental management. From environmental shareholder value to environmental option value*, Corporate Social Responsibility & Environmental Management 2005, 12(1), s. 21.

Wyjaśnienie znaczenia oraz zrozumienie procesów migracji wartości w ujęciu koncepcji VBM staje się uzasadnione na podstawie dokonanej analizy modeli opisujących wartość przedsiębiorstwa.

2.4.1. Narzędzia pomiaru wartości

Modele określające wartość przedsiębiorstwa oraz modele wykorzystywane w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym pełnią fundamentalną rolę zarówno dla inwestorów, jak również z perspektywy badania procesów migracji wartości, przyczyniając się do określenia przyszłych kierunków inwestycyjnych oraz stwarzania możliwości do wiarygodnej oceny efektywności posiadanego wachlarza aktywów. Wycena ma na celu weryfikację wartości rynkowej spółki w porównaniu z osiąganymi przez nią wynikami finansowymi, określenie perspektyw rozwoju i poziomu wzrostu, poziomu ryzyka finansowego, inwestycyjnego oraz operacyjnego, jak również zobrazowanie osiągniętych możliwości oraz przyszłych przepływów gotówki z tytułu alokacji kapitału w walory finansowe. Odchylenia wartości w przeprowadzonej wycenie przedsiębiorstwa, opartej na wynikach finansowych, od aktualnej wartości rynkowej mogą znacząco wpływać na zmianę wartości całego portfela.

Metody dochodowe uważane są za najpopularniejsze narzędzia do określania wartości pojedynczej jednostki biznesowej oraz ustrukturyzowanych grup kapitałowych, określanych jako multibiznesy. Ich główne założenie oparte jest na teorii optymalnych decyzji inwestycyjnych, która zakłada, że na wartość przedmiotu nakładu kapitałowego wpływa obecna wartość przyszłych korzyści¹⁷¹. Koncepcja podejmowania decyzji na podstawie wartości obecnej uważana jest za jedną z siedmiu kluczowych koncepcji finansów¹⁷².

Istotnym elementem dochodowych metod wyceny jest uwzględnienie przyszłych zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów. Opracowane prognozy, przy wycenie przyszłych dochodów, odgrywają kluczową rolę w ocenie wiarygodności osiągniętych wyników.

¹⁷¹ P. Szczepanowski, *Wycena i zarządzanie wartościami...*, dz. cyt., s. 202.

¹⁷² R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 2, wyd. PWN, Warszawa 1999, s. 1377–1378.

Model DCF – zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)¹⁷³ uznawana jest za najbardziej uznawaną i rozpowszechnioną metodę wyceny przedsiębiorstw, zaliczaną do grupy metod dochodowych. Aby dokonać wyceny na podstawie tej metody, należy ustalić:

- wartość przeszłych przepływów pieniężnych, opartych na wolnych przepływach pieniężnych FCF¹⁷⁴;
- horyzont czasowy wyceny przedsiębiorstwa;
- wartość stopy dyskontowej, rozumianej jako koszt kapitału finansującego działalność przedsiębiorstwa;
- wartość końcową, tj. wartość rezydualną spółki, osiągniętą w końcowym okresie prognozy przepływów pieniężnych.

Na rysunku 3 zaprezentowano elementy modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz powiązania czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa, wynikających z istoty modelu DCF.

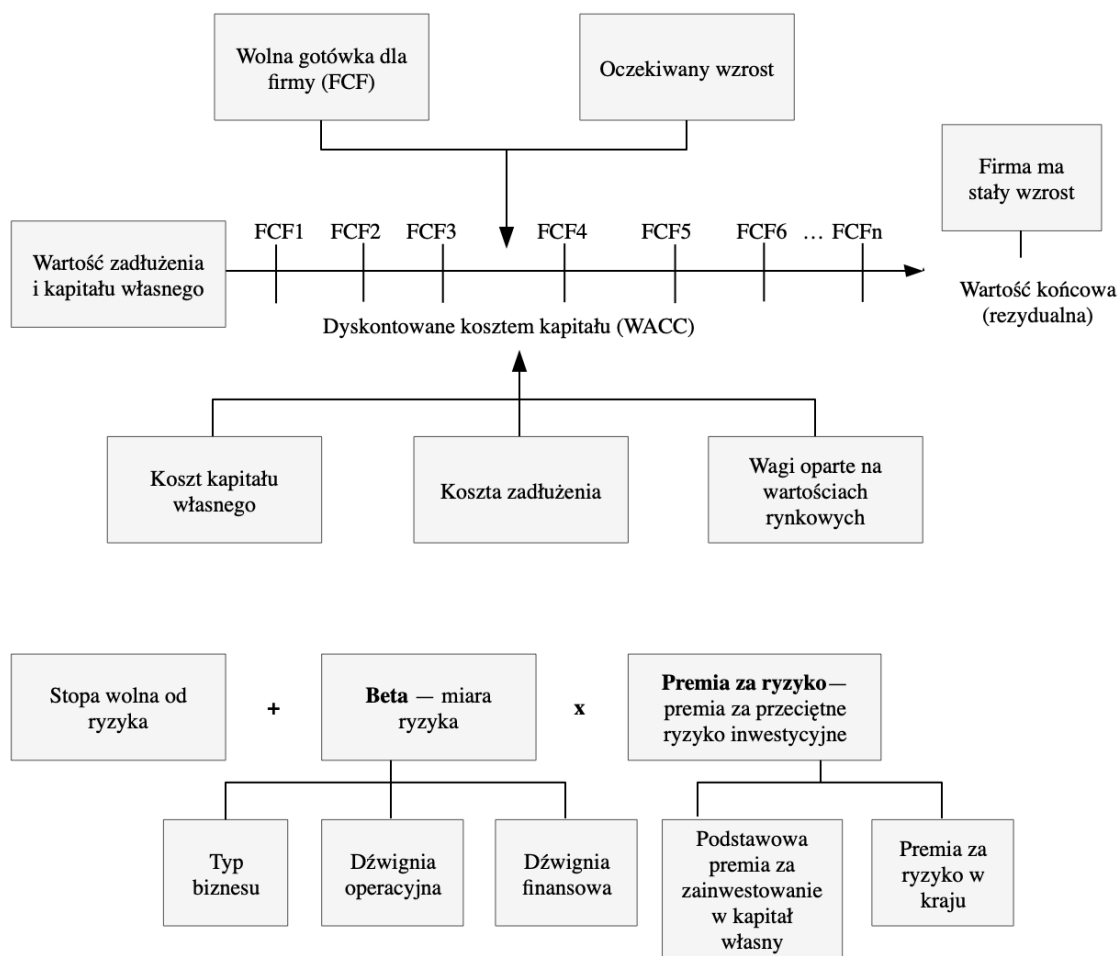
Wycena przedsiębiorstwa opierająca się na metodzie DCF powinna zawierać odpowiednie korekty otrzymanego wyniku poprzez uwzględnienie przyszłych korzyści pozaoperacyjnych, takich jak posiadanie zbywalnych papierów wartościowych, lub wliczenie wartości rynkowej wszystkich aktywów, których posiadanie nie wpłynie na osiągnięcie przez przedsiębiorstwo przyszłych przepływów gotówki.

Czynnością poprzedzającą wycenę spółki jest analiza fundamentalna, bazująca na realnych danych historycznych, obrazujących osiągnięcia ekonomiczne przedsiębiorstwa i kondycję finansową. Analiza *ex ante*, często pomijana przez analityków, wykorzystywana jest również do lepszego zapoznania się z obiektem wyceny. Metody DCF stosowane w praktyce, mogą różnić się od siebie pod względem stopnia złożoności, konstrukcji modelu (model jednofazowy lub wielofazowy), sposobu obliczania jego składowych, jak np. stopy dyskontowej lub wolnych przepływów gotówki. Z reguły wyróżnia się dwie odmiany strumieni:

- wolne przepływy pieniężne dla właścicieli FCFE, dyskontowane kosztem kapitału własnego;
- wolne przepływy pieniężne dla całej organizacji FCFF, które dyskontowane będą średnioważonym kosztem kapitału (WACC).

¹⁷³ z ang. *discounted cash flow method*

¹⁷⁴ z ang. *free cash flows*



Rysunek 3. Elementy składowe modelu DCF oraz powiązania czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa

Źródło: T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 28.

Należy również podkreślić, że stosowanie rodzaju strumienia gotówki wpłynie na osiągnięty wynik końcowy wyceny. Uwzględnienie w modelu FCFE spowoduje uzyskanie wartości netto przedsiębiorstwa, z kolei wykorzystanie FCFF wartości brutto, zawierającej dług spółki oraz łączną wartość jej kapitałów własnych. Niezależnie od wyboru strumienia prognoza przyszłych przepływów pieniężnych opiera się na przyszłej wartości przychodów netto ze sprzedaży.

W modelu wyceny opartym na zdyskontowanych przepływach pieniężnych kluczowym elementem wpływającym na bieżącą wartość przedsiębiorstwa jest wartość rezydualna, rozumiana jako wartość końcowa, gdyż stanowi ona znaczącą część wyceny spółki. Do jednej z najbardziej popularnych metod jej szacowania zalicza się model Gordona, nazywany również modelem renty wiecznej.

Z punktu widzenia stosowania modelu wyceny DCF istotnym podkreślenia jest fakt, że wartość ekonomiczna, wyrażona w postaci przyszłych strumieni przepływów gotówkowych, porównywana jest z wartością rynkową kapitału własnego. Zasadność opisanej zależności zachodzi w przypadku opracowania prawidłowej wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz na podstawie wiarygodnych notowań giełdowych (kurs akcji) przedsiębiorstw, funkcjonujących na efektywnych rynkach kapitałowych. Potwierdzają to również badania wykonane przez Copelanda, Kollera i Murrina:

jesteśmy przekonani, że przy podejmowaniu decyzji menadżer pragnący budować wartość spółki powinien opierać się na analizie zdyskontowanych przepływów gotówkowych (...). Wyceniając przedsiębiorstwo na podstawie przepływów gotówkowych uwzględniamy wszystkie czynniki wpływające na wartość firmy. Robimy to w sposób wszechstronny, ale i prosty. Dodatkowo za zastosowaniem tej metody przemawiają wyniki badań dotyczących wyceny przedsiębiorstw przez rynki papierów wartościowych¹⁷⁵.

Badania przeprowadzone przez Ivanovską, Ivanovskiego i Narasanova wskazują również na empiryczną zależność między metodą DCF a wartością rynkową MV. Badacze piszą:

sugerujemy, że model DCF jest dokładnym narzędziem, które musi być stosowane w MSE¹⁷⁶, wraz z wyceną względną, a także dlatego, że polityka dywidend jest trudna do prognozowania, niestabilna, a także dlatego, że rynek nie oferuje istotnych informacji w celu wykorzystania współczynnika P/E i innych względnych mnożników należy wziąć pod uwagę analizę fundamentalną i wycenę DCF¹⁷⁷.

Narzędzia bazujące na wycenie rynkowej i księgowej

Bazując na wycenie rynkowej i księgowej literatura wyróżnia¹⁷⁸ grupę mnożników rynkowych, nazywanych również mnożnikowymi metodami wyceny. Ich charakter

¹⁷⁵ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, wyd. WIG-Press, Warszawa 1997, s. 75.

¹⁷⁶ Macedonian Stock Exchange.

¹⁷⁷ N. Ivanovska, Z. Ivanovski, N. Narasanov, *Fundamental Analysis and Discounted Free Cash Flow Valuation of Stocks at Macedonian Stock Exchange*, UTMS Journal of Economics 5(1), 2014, s. 11–24.

¹⁷⁸ E. Beccalli, P. Frantz, *Valuation and securities analysis, Undergraduate Study in Economics, Management, Finance and the Social Science*, The London School of Economics and Political Science, London 2011, s. 137–150; A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*, Wiley, New York 2002; P. Fernandez, *Valuation Methods and Shareholders Value Creation*, Academic Press, New York 2002; J. Liu, D. Nissim, J. Thomas, *Valuation Using*

odzwierciedla wartość posiadanych aktywów do korzyści, które mają przynieść ich właścicielowi. Mnożniki rynkowe mogą odnosić się do wartości jednej akcji lub kapitału własnego spółki, jak również wartości całego przedsiębiorstwa, czyli wartości zainwestowanego kapitału własnego i obcego obciążonego odsetkami (EV). Ponadto wyodrębnia się również mnożniki sektorowe i transakcyjne¹⁷⁹. Do najbardziej popularnych mnożników (mnożników kapitałów własnych) wykorzystywanych w praktyce wyceny przedsiębiorstw należą:

- cena do zysku netto na jedną akcję (P/E);
- cena do sprzedaży na jedną akcję (P/S);
- cena do zysku netto powiększonego o amortyzację na jedną akcję (P/CE);
- cena do wartości księgowej na jedną akcję (P/BV);
- cena do wartości wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli przypadających na jedną akcję (P/FCFE).

Z kolei do powszechnie stosowanych w praktyce wycen mnożników wartości całkowitej przedsiębiorstwa należą:

- wartość spółki do zysku operacyjnego (EV/EBIT);
- wartość spółki do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EV/EBITDA);
- wartość spółki do wartości wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich stron angażujących kapitały (EV/FCFF).

W podejście mnożnikowe do wyceny przedsiębiorstw wpisane jest założenie, że nominalne ceny rynkowe akcji nie są i nie mogą być bezpośrednio porównywalne, bez wcześniejszego znormalizowania wyników uzyskanych z wybranego mnożnika w stosunku do np. zysku czy wartości odtworzeniowej. Wytypowanie właściwego mnożnika do wyceny polega na odnalezieniu takich relacji finansowych, które w najlepszy sposób oddają specyfikę wycenianego przedsiębiorstwa.

Mierniki efektywności VBM

Zarządzanie poprzez wartość (VBM) jest koncepcją zarządzania opierającą się na wykorzystywaniu narzędzi analitycznych oraz procesów skupiających się wokół

Multiples, Journal of Accounting Research 2002; A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 200; P. Szczepanowski, *Wycena...*, dz. cyt., s. 233–271.

¹⁷⁹ M. Melich, *Nowoczesne metody wyceny*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 200.

pojedynczych jednostek biznesu w celu tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Realizując tę koncepcję, przedsiębiorstwo łączy decyzje strategiczne z decyzjami operacyjnymi, których wynikiem jest osiągnięcie nadrzędnego celu, jaki stanowi maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy poprzez skupienie procesów decyzyjnych na głównych czynnikach kształtujących wartość¹⁸⁰, opisanych przez Rappaporta. Rozwój VBM spowodował opracowanie miar ukierunkowanych na pomiar wartości. Wypracowano modele opisujące wartość za pomocą tych miar. Bez wątpienia przyczyniła się do tego duża konkurencja pomiędzy podmiotami gospodarczymi specjalizującymi się w świadczeniu szerokiej gamy usług z zakresu doradztwa strategicznego i konsultingu. Randy Myers pisze wprost o „wojnie miar”¹⁸¹, którą toczą głównie trzej wielcy rywale, starając się przekonać wszystkich, że to właśnie za pomocą ich narzędzia możliwe jest kreowanie wartości oraz pomiar osiągnięć przedsiębiorstwa: Stern Stewart & Co z EVA, HOLT Value Associates z CFROI oraz LEK/Alcar Consulting z SVA.

Literatura przedmiotu wyróżnia pięć podstawowych kategorii koncepcji pomiaru wartości spółki. Zalicza się do nich:

- CFROI – *cash flow return on investment* – gotówkowy zwrot z inwestycji;
- SVA – *shareholder value added* – wartość dodana dla akcjonariuszy;
- CVA – *cash value added* – gotówkowa wartość dodatkowa;
- EVA – *economic value added* – ekonomiczna wartość dodana;
- MVA – *market value added* – rynkowa wartość dodana.

Jedną z wąskiego wachlarza koncepcji pomiaru wartości przedsiębiorstwa, która zdobyła zwolenników w świecie finansów, jest *cash flow return on investment* (CFROI), czyli gotówkowy zwrot z inwestycji. Została wymyślona i po raz pierwszy zastosowana przez firmę HOLT Value Associates, a następnie zyskała zwolenników wśród firm konsultingowych, doradczych oraz działających na szerokim rynku finansowym¹⁸². Pracownicy firmy Deloitte podają następującą definicję opisywanej miary: „CFROI to stopa dyskontowa, za sprawą której zaangażowany kapitał (GIC), uwzględniając wartość pieniądza w czasie, równoważony jest generowanymi przez siebie przepływami pieniężnymi (GCF)”¹⁸³.

¹⁸⁰ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing...*, dz. cyt., s. 87.

¹⁸¹ R. Meyers, *Metric Wars*, CFO Magazine, October 1996.

¹⁸² A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady*, wyd. Poltext, Warszawa 2008, s. 105.

¹⁸³ Tamże.

Zaangażowany kapitał brutto (GIC) oznacza wartość przeprowadzonej inwestycji w momencie jej rozpoczęcia. Ponadto wykorzystywany jest do wyznaczenia długości życia inwestycji, czyli okresu amortyzacji aktywów¹⁸⁴. Przepływy gotówkowe brutto (GFC) oznaczają przepływy pieniężne generowane przez daną firmę. Dodatkowo koncepcja cash flow return on investment zakłada, że aktywa niepodlegające amortyzacji (NDA) są uruchamiane dopiero w końcowej fazie inwestycji. Opisywane wielkości charakteryzują cały model, z którego wynika, że CFROI jest stopą dyskontową, bazującą na dwóch założeniach przytaczanych przez Dudycza: „(...) rynek płaci za osiągnięcia ekonomiczne (gotówkowe), a nie za osiągnięcia przedstawiane w sprawozdaniach księgowych; istnieje zasadnicza różnica pomiędzy osiągnięciami ekonomicznymi a osiągnięciami księgowymi”¹⁸⁵. Madden wskazuje te różnice, pisząc: „zwroty księgowe (rentowność) nie są miarami realnymi, ale skrzyżowaniami liczb odbijających złożone interakcje zmian wywołanych inflacją i dużą liczbą księgowych konwencji. Z tego powodu nie są one odpowiednie do mierzenia długoterminowych trendów przedstawiające ekonomiczne osiągnięcia”¹⁸⁶. Koncepcja CFROI, oparta na przepływach gotówkowych ustalanych w cenach stałych, zawiera również korekty, mające na celu wyeliminowanie błędów księgowych oraz poprawienie trafności oceny wartości. Zalicza się do nich¹⁸⁷: inflację, amortyzację, zmiany w aktywach, okres życia aktywów, odroczone podatki, pozabilansowe składniki aktywów, księgowanie zgodnie z regułami LIFO i FIFO, utrzymujący się wzrost lub spadek aktywów, goodwill, inwestycje. Szczególnie należy wziąć je pod uwagę podczas kalkulacji przepływów gotówkowych z tytułu zysków i strat, będących efektem deprecjacji środków pieniężnych¹⁸⁸. Aktualizacja korekt z tytułu inflacji powinna zawierać dodanie wartości zapasów oraz środków trwałych. Branie jej pod uwagę może skomplikować obliczenia, lecz jej obecność stanowi cechę wyróżniającą koncepcję na tle konkurencji. Zdaniem autorów¹⁸⁹ CFROI uwzględniająca wymienione korekty jest miarą odzwierciedlającą okresowe osiągnięcia przedsiębiorstwa, przy różnym poziomie inflacji czy też bez względu na zmiany zachodzące w aktywach. Koncepcja ta według firmy HOLT

¹⁸⁴ Tamże.

¹⁸⁵ T. Dudycz, *CFROI jako nowe narzędzie do pomiaru osiągnięć finansowych przedsiębiorstw*, Bank i Kredyt, maj 2001, nr 5, s. 2.

¹⁸⁶ B.J. Madden, *The CFROI Life Cycle*, The Journal of Investing, vol. 5, no. 2, Summer 1996.

¹⁸⁷ T. Dudycz, *CFROI jako nowe narzędzie...*, dz. cyt., s. 2.

¹⁸⁸ A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, dz. cyt., s. 106.

¹⁸⁹ B.J. Madden, dz. cyt.

odzwierciedla oczekiwania akcjonariuszy. Jak wskazuje Dudycz¹⁹⁰, inaczej CFROI jest realnym ROI.

CFROI stanowi procentową stopę zwrotu z inwestycji, rozumianą jako stopa dyskontowa, której funkcją jest wyrównanie wartości nakładów inwestycyjnych z przyływami gotówkowymi. W sytuacji gdy zaangażowany kapitał w inwestycję okazuje się mniejszy od stopy zwrotu, przedsiębiorstwo zwiększa swoją wartość, co zadowala posiadaczy papierów wartościowych.

Z perspektywy badania procesów migracji wartości, na podstawie ich związku z nośnikami wartości, koncepcja CFROI uwzględnia czynniki kształtujące wartość w procesie kalkulacyjnym, takie jak aktywa niepodlegające amortyzacji czy przepływy gotówki. Z kolei zaangażowany kapitał w inwestycję można by było utożsamić z procesem migracji zaangażowań kapitału, który – jak podkreśla Siudak – nie jest procesem tożsamym z migracją wartości. Literatura przedmiotu nie pokazuje, czy istnieje związek pomiędzy stymulowaniem wskazanego parametru CFROI a przemieszczaniem się zaangażowanego kapitału pomiędzy spółkami.

Drugim przykładem miernika VBM, powszechnie używanego do oceny wartości przedsiębiorstwa, jest *shareholder value added* (SVA), czyli wartość dodana dla akcjonariuszy. Koncepcja opracowana została w latach 80. XX wieku przez Alfreda Rappaporta i jej główne założenia opierają się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Wykorzystuje się ją głównie przy inwestycjach długoterminowych, gdzie okres czasu jest mocno rozciągnięty, a wynik, jaki uzyskuje się z przeprowadzonych obliczeń, stanowi wartość bieżącą netto. Jej główna idea opiera się na zainwestowaniu środków przez akcjonariuszy w papiery wartościowe spółki, które mają pomóc w osiągnięciu wyższego zysku niż w przypadku inwestowania kapitału w podobne aktywa o zbliżonym ryzyku rynkowym. Wartość dodaną można uzyskać tylko wtedy, gdy całkowity przepływ pieniężny netto przewyższy koszt kapitału zainwestowanego, niezbędnego do osiągnięcia zysku operacyjnego. Ponadto wykorzystując koncepcję SVA, uzyskuje się możliwość przedstawienia zmian budowanej wartości dla wybranego okresu. Niezbędny element obliczeń stanowi wartość rezydualna. Jest ona wyznaczana osobno dla każdego okresu w postaci tzw. wartości bazowej, będącej punktem odniesienia podczas kalkulacji wzrostu wartości dla kolejnego okresu. Z kolei Dudycz

¹⁹⁰ T. Dudycz, *CFROI jako nowe narzędzie...*, dz. cyt., s. 2.

uogólnia definicję SVA, stwierdzając, że: „SVA wyraża przyrost wartości przedsiębiorstwa pomniejszony o wartości niezbędnych nakładów na jej osiągnięcie”¹⁹¹.

W odniesieniu do pomiaru wartości dla akcjonariuszy w obrębie koncepcji SVA wyróżnia się dwa podejścia: *ex post*, czyli pomiar historyczny, i *ex ante*, czyli pomiar oparty na prognozach wygenerowanej wartości przedsiębiorstwa w przyszłości. Analizując SVA w ujęciu *ex post*, Dudycz wskazuje na pewne założenie, które jego zdaniem powinno być uwzględniane w skutecznym ocenianiu trafności decyzji. Autor pisze: „SVA w ujęciu *ex post* powinna mierzyć wartość dodaną, jaka powstanie w wyniku nowych inwestycji, a wówczas istotne jest połączenie efektu z nakładem, co skomplikuje się, gdy nakłady będą ponoszone w innym okresie jak uzyskane docelowe efekty”¹⁹².

Dużo kontrowersji i wątpliwości dostarcza jedno z głównych założeń koncepcji SVA, czyli utrzymanie przez przedsiębiorstwo wyniku na stałym poziomie przez nieskończony okres, w myśl metody renty wieczystej. Decyzje związane z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy spotykają się również z falą krytyki, gdyż mogą zaburzyć funkcjonowanie innych grup interesu w organizacji. Dodatkowo wskazuje się na brak przejrzystości w obliczeniach, co przekłada się na niezrozumienie działań i znacznie utrudnia komunikację na szczeblach operacyjnych.

Kolejnym przykładem koncepcji wykorzystywanej w VBM jest *cash value added* (CVA), czyli gotówkowa wartość dodatkowa. Jej podstawy zostały opracowane przez F. Weissenriedera, członka szwedzkiego przedsiębiorstwa consultingowego FWC AB, oraz E. Ottossona, menedżera ds. strategicznych firmy SCA. Obie organizacje od lat stosowały politykę zarządzania ukierunkowaną na kreowanie i pomnażanie wartości oraz zasobów finansowych właścicieli. Do oceny zmierzenia stopnia realizacji powyższych celów wykorzystuje się CVA – gotówkową wartość dodatkową¹⁹³. Do jej obliczenia używa się wartości pieniężnych (*cash flow*) oraz należy porównać wyniki uzyskane z dotychczasowej inwestycji z oczekiwaniami inwestorów. W literaturze przedmiotu istnieje podział inwestycji przeprowadzanych przez firmę. Są one niezwykle istotne w odniesieniu do koncepcji CVA i dzielą się na¹⁹⁴:

¹⁹¹ T. Dudycz, P. Szymański, *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy*, w: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, wyd. Naukowe NOVUM, Płock 2003, s. 48.

¹⁹² Tamże, s. 49.

¹⁹³ K. Jagiełło, *CVA Cash Value Added – nowoczesny miernik oceny efektywności gospodarowania przedsiębiorstw*, *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie*, z. 5, Tarnów 2004, s. 34.

¹⁹⁴ Tamże.

- operacyjne – są niezbędne do realizacji celów na poziomie operacyjnym i ich utrzymania;
- strategiczne – mające na celu umocnić przedsiębiorstwo na rynku, zwiększyć jego konkurencję.

Inwestycje przeprowadzane na pierwszym poziomie wiążą się dużymi oczekiwaniami inwestorów, w przeciwieństwie od poziomu drugiego. Akcjonariusze dający firmie kapitał chcą uzyskać jak najlepszy wynik finansowy, który uzależniony jest od powodzenia inwestycji strategicznych.

Model CVA jest stosunkowo prosty, w odróżnieniu od wcześniej opisywanych, i wykorzystuje wyłącznie elementy gotówkowe, np. zmiany w kapitale obrotowym czy zysk przez amortyzację, które są składowymi przepływów operacyjnych.

Alternatywną miarą stosowaną w koncepcji kreowania wartości przedsiębiorstwa jest *economic value added* (EVA), czyli ekonomiczna wartość dodana, nazywana również skorygowanym zyskiem ekonomicznym (ze względu na korekty zysku operacyjnego zainwestowanego kapitału)¹⁹⁵. Została opracowana przez firmę Stern Stewart & Co pod koniec lat 80.¹⁹⁶, jednak metoda EVA wywodzi się wprost z koncepcji dochodu rezydualnego, opracowanej przez Alfreda Marshalla. Z kolei już w XVIII wieku w literaturze pojawiają się wzmianki na temat dochodu rezydualnego, tj. w pracy R. Hamiltona zatytułowanej *An Introduction to Merchandise*.

Po kilku latach od jej stosowania stała się najbardziej powszechną koncepcją wykorzystywaną w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa. Jej prostota w interpretacji sprawia, że staje się kluczowym elementem procesu zarządzania w wielu firmach na świecie i w Polsce. Głosy płynące ze świata nauki potwierdzają, że EVA może być określana jako centralny element systemu zarządzania wartością. Lehn i Makhija udowodnili, że EVA posiada najsilniejszą korelację ze stopą zwrotu z akcji wśród wszystkich mierników aktywności biznesowej¹⁹⁷. Do podobnych wniosków doszli Stewart¹⁹⁸, Medeiros¹⁹⁹ czy Worthington i West²⁰⁰, udowadniając, że za pomocą

¹⁹⁵ T. Dudycz, P. Szymanowski, *Korygowanie informacji księgowych na potrzeby szacowania ekonomicznej wartości dodanej*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1060, Wrocław 2005, s. 84.

¹⁹⁶ A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, dz. cyt., s. 71.

¹⁹⁷ K. Lehn, A.K. Makhija, *EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination 1985–1994*, Journal of Applied Corporate Finance 1997, 10(2), s. 90–96.

¹⁹⁸ G.B. Stewart III, *EVA: Fact and Fantasy*, Journal of Applied Corporate Finance 1994, 7(2), s. 71–84.

¹⁹⁹ R.O. De Medeiros, *Empirical evidence on the relationship between EVA and stock returns in Brazilian firms*, 2005, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=701421 (stan na dzień 20 maj 2018).

EVA można lepiej wyjaśnić zachowanie cen akcji na rynku niż w przypadku stosowania innych miar ekonomicznych, oraz stwierdzili lepszą korelację stopy zwrotu z akcji z EVA niż np. z wolnymi operacyjnymi przepływami gotówki (FOCF). Istnieje jednak wiele badań o zasadniczo innych wynikach, wskazujących, że za pomocą mierników efektywności VBM nie można doszukiwać się ich związków ze stopą zwrotu z akcji. Peterson i Peterson wykazali, że tradycyjne miary oceny efektywności przedsiębiorstwa nie są istotnie słabiej skorelowane ze stopą zwrotu z akcji w porównaniu z miarami VBM²⁰¹. Z kolei Fernandez przeprowadził analizę korelacji pomiędzy MVA i EVA w 582 amerykańskich spółkach, wykazując, że w 296 przypadkach zysk operacyjny po opodatkowaniu NOPAT jest słabiej skorelowany z MVA niż z EVA, natomiast w 210 przypadkach stwierdził ujemną korelację pomiędzy EVA i MVA²⁰².

W literaturze przedmiotu EVA definiowana jest jako „nadwyżka skorygowanego zysku operacyjnego pomniejszonego o opodatkowanie nad kosztami kapitałów zaangażowanych w jego osiągnięcie”²⁰³. Formuła opisująca ekonomiczną wartość dodaną przedstawia się następująco²⁰⁴:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \cdot IC_{t-1} \quad (1)$$

gdzie:

- EVA_t – ekonomiczna wartość dodana w okresie t,
- NOPAT_t – zysk operacyjny po opodatkowaniu w okresie t,
- WACC_t – średni ważony koszt kapitału w okresie t,
- IC_{t-1} – kapitał zainwestowany na koniec okresu t – 1.

Kalkulacja EVA opiera się w dużej mierze na danych finansowych zawartych w sprawozdaniu finansowym przedsiębiorstwa. Uzyskany wynik należy interpretować jako nadwyżkę wartości, którą uzyskało przedsiębiorstwo w stosunku do kosztów zaangażowanych środków pieniężnych przez inwestorów. Analizując powyższy wzór, nasuwa się wniosek mówiący o tym, że aby kreować wartość, spółka musi uzyskać

²⁰⁰ A. Worthington, T. West, *Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added*, Australian Journal of Management 2004, 29(2), s. 201–224.

²⁰¹ P.P. Peterson, D.R. Peterson, *Company Performance and Measures of Value Added*, The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville, VA, 1996.

²⁰² P. Fernandez, *EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation*, Journal of Applied Finance, 9(3), 2003, s. 74–94.

²⁰³ K. Jagiełło, *Ekonomiczna wartość dodana EVA w systemie mierników finansowych wykorzystywanych w zrównoważonej karcie wyników*, Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, Tarnów 2004, s. 57.

²⁰⁴ B. Nita, *Wykorzystanie...*, dz. cyt., s. 436.

wynik satysfakcjonujący akcjonariuszy, czyli przewyższający koszt kapitału. Maksymalizacja tej nadwyżki to właśnie zachowanie zgodne z filozofią zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Warto również zaznaczyć, że kalkulacja wyniku operacyjnego po opodatkowaniu NOPAT nie uwzględnia kosztów związanych z obsługą długu, ponieważ są one wyrażane w postaci zainwestowanego kapitału IC. Takie podejście jest spójne z metodą wyceny DCF, wykorzystującej przepływy pieniężne z działalności operacyjnej FCFF. Podobnie przy wyliczaniu NOPAT uwzględnia się jedynie działalność operacyjną przedsiębiorstwa. Przy przyjęciu identycznych założeń wyniki uzyskane za pomocą EVA będą zgodne z wynikami otrzymywanymi metodą DCF.

W literaturze zawarte są również badania wykazujące niską korelację EVA ze wzrostem wartości przedsiębiorstwa. Za przykład mogą posłużyć badania opracowane przez Biddle'a, Bowena i Wallace'a²⁰⁵. Autorzy przeanalizowali 6174 firmy na przestrzeni lat 1984–1993 i wyliczyli korelację pomiędzy rynkowym zwrotem z akcji a różnymi miarami z koncepcji VBM, w tym EVA. Wyniki badań nie potwierdziły wyższości EVA nad innymi miarami, a osiągnięty współczynnik korelacji okazał się niski. Z kolei Dudycz stwierdza, że w interpretacji EVA tkwi błąd, polegający na niewłaściwym rozumieniu przez inwestorów momentu, w którym zaczną się wzbogacać, a konkretnie na błędnym rozumowaniu wartości zainwestowanego przez nich kapitału, zwłaszcza w znaczeniu wartości skorygowanej wg sugestii firmy Stern & Stewart. Dudycz podkreśla, że dla inwestora najważniejsza jest wartość ich udziałów na rynku oraz to, ile mogą uzyskać w przypadku ich sprzedaży, i: „to ta wartość będzie podstawą ich oczekiwań co do zapłaty za ich kapitał”²⁰⁶.

Wielu autorów wskazuje na silny związek pomiędzy wartością ekonomiczną i wartością rynkową. Niedbała pisze:

wartość rynkowa wynika z relacji między popytem a podażą i jest weryfikowana przez rynki finansowe. Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa opiera się na korzyściach wynikających z działalności przedsiębiorstwa. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest matematycznie skorelowana z wartością ekonomiczną spółki²⁰⁷.

²⁰⁵ G. Biddle, R. Bowen, J. Wallace, *Evidence on EVA*, Journal of Applied Corporate Finance, no. 2, Summer 199.

²⁰⁶ T. Dudycz, *Czy EVA mierzy wartość powstającą w przedsiębiorstwie?* Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 974, Wrocław 2003, s. 5.

²⁰⁷ B. Niedbała, *Controlling w przedsiębiorstwie zarządzanym przez projekty*, wyd. Wolters Kluwer Polska, Kraków 2008, s. 247–248.

Z kolei Duliniec nawiązuje do potencjału spółki:

pojęcie wartości ekonomicznej odnosi się do potencjału danego składnika majątku w zakresie generowania gotówki na rzecz jego właściciela. Dana rzecz jest warta tyle, ile dzisiaj jest za nią gotów zapłacić nabywca w zamian za wpływy, jakie spodziewa się kiedyś dzięki niej uzyskać²⁰⁸.

Kolejną miarą stosowaną w koncepcji kreowania wartości przedsiębiorstwa jest *market value added* (MVA), czyli rynkowa wartość dodana. Według A. Ehrbara:

rynkowa wartość dodana jest ostatecznym wskaźnikiem tworzenia wartości, ponieważ stanowi różnicę pomiędzy wpływem a wypływem pieniądza z firmy – pomiędzy kapitałem, który właściciele inwestują w przedsiębiorstwo, i tym, co mogą uzyskać, sprzedając jego walory po dzisiejszej cenie rynkowej²⁰⁹.

Miara ta, podobnie jak EVA, została opracowana przez firmę konsultingową Stern Stewart & Co i wyraża skumulowaną kwotę, o jaką przedsiębiorstwo zwiększyło lub zmniejszyło swoją wartość na przestrzeni kilku ostatnich lat. M. Michalski²¹⁰ wskazuje na podobieństwo MVA i wskaźnika Q-Tobina w zakresie dostarczania informacji, który uwzględnia wartość rynkową oraz wartość księgową przedsiębiorstwa. Jedyna różnica polega na tym, że MVA to miara absolutna.

Niezwykle istotnym aspektem w zrozumieniu sposobu działania MVA jest zdefiniowanie wartości zainwestowanego kapitału (IC). Do jego obliczenia wykorzystywane są korekty wartości księgowej zainwestowanego kapitału przez przedsiębiorstwo w celu przybliżenia uzyskanego wyniku do wyniku wartości rynkowej.

Rynkowa wartość dodana przyjmuje zarówno wartości ujemne, jak i dodatnie. W przypadku gdy spółka generuje dodatkową wartość z zainwestowanego kapitału, MVA będzie dodatnia, z kolei utrata wartości kapitału wpłynie negatywnie na wynik końcowy miernika, który będzie ujemny.

Podejmowanie decyzji strategicznych, a w szczególności tych związanych budowaniem wartości przedsiębiorstwa w oparciu o miarę MVA może okazać się

²⁰⁸ A. Duliniec, *Finansowe przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 69.

²⁰⁹ A. Ehrbar, *EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 37.

²¹⁰ M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2001, s. 104.

trudne i nieskuteczne. Po pierwsze, utrzymywanie się długoterminowego trendu spadkowego na rynkach kapitałowych, spowodowanym innymi czynnikami niż złe notowania spółek giełdowych wpływa negatywnie na realizację strategii w obszarze MVA. Po drugie, ustalanie rynkowej wartości dodanej możliwe jest jedynie dla spółek będących w publicznym obrocie giełdowym. Po trzecie, wartość MVA, podobnie jak EVA, nie uwzględnia wpływu niematerialnych nośników wartości oraz kapitału intelektualnego na końcowy wynik wyceny.

W badaniach poświęconych procesom migracji wartości miara MVA staje się punktem wyjścia do klasyfikacji przedsiębiorstw i sektorów do jednej z trzech faz: odpływu, przyływu lub stabilizacji wartości.

Relacja pomiędzy EVA a MVA

Analizując narzędzia i koncepcje w obszarze VBM, literatura przedmiotu wskazuje na istotny związek pomiędzy ekonomiczną wartością dodaną a wartością rynkową. Relacja matematyczna pozwala wyjaśnić relację pomiędzy obydwoma miernikami. A. Sharma i S. Kumar²¹¹ wskazali wyraźny kierunek w badaniach nad EVA, który może być istotny w poznaniu zjawiska migracji wartości, określając go jako:

- relację EVA i MVA;
- podejście oparte na dyskontowaniu – stosunek EVA do wyceny NPV i DCF.

EVA jest miarą służącą odzwierciedlaniu i ocenie bieżących wyników z działalności spółki. Pojawiająca się potrzeba wyceny rynkowej, uwzględniająca oczekiwania inwestorów oraz oczekiwań rynku, doprowadziła do opracowania nowej miary, którą jest MVA. Koncepcja ta odzwierciedla przyrost bogactwa inwestorów na podstawie zainwestowanego przez nich kapitału w przedsiębiorstwo²¹²:

$$MVA = MV - IC \quad (2)$$

gdzie:

MVA – rynkowa wartość dodana,
MV – całkowita wartość rynkowa przedsiębiorstwa,
IC – zainwestowany kapitał.

²¹¹ A.K. Sharma, S. Kumar, *Economic Value Added (EVA) Literature Review and Relevant Issues*, International Journal of Economics and Finance, vol. 2, no. 2, May 2010.

²¹² B. Nita, *Wykorzystanie...*, dz. cyt., s. 436.

Z perspektywy szacowania wartości przedsiębiorstwa można uzyskać następującą zależność, dokonując przekształceń matematycznych obu miar²¹³:

$$MVA_{t-1} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \quad (3)$$

Z zaprezentowanego przekształcenia (wzór 3) wynika, że rynkowa wartość dodana stanowi sumę zdyskontowanych w przyszłości wartości EVA. Oznacza to, że MVA odzwierciedla prognozy inwestorów i dotyczy bieżącej wartości zagregowanej przeprowadzanych inwestycji, zarówno tych realizowanych, jak i tych będących dopiero w realizacji w przyszłości. Na tej podstawie warto podkreślić, że MVA w przeciwieństwie do EVA jest miernikiem o charakterze retrospektywnym, jak również prospektywnym.

Kategoria rynkowej wartości dodanej jest wszechstronną miarą oceny wartości każdego rodzaju przedsiębiorstwa. W ocenie spółki i sektora gospodarczego pod kątem migracji wartości, oprócz samej wielkości MVA, D. Siudak wykorzystuje również zmianę rynkowej wartości dodanej w czasie ΔMVA , definiując skumulowane saldo migracji wartości oraz budując syntetyczny indeks migracji wartości, bazujący na MVA. Podobne założenia zostały przyjęte przez autora niniejszej rozprawy doktorskiej. Badania oraz ich wyniki szczegółowo omówiono i zaprezentowano w rozdziale 3.

2.4.2. Analiza związków pomiędzy nośnikami wartości, marżą graniczną a wartością przedsiębiorstwa

W literaturze przedmiotu odnaleźć można liczne przykłady badań, głównie modelowych, których celem jest analiza zależności między nośnikami wartości i ich wpływem na wartość przedsiębiorstwa. Badania te koncentrują się przede wszystkim wokół tak zwanej marży granicznej, zapoczątkowanej przez Rappaporta. W niniejszym podrozdziale omówiono rozwój koncepcji marży granicznej, jak również dokonano prezentacji wstępnych badań, przeprowadzonych przez autora rozprawy doktorskiej, dotyczących relacji pomiędzy nośnikami wartości, marżą graniczną i wartością przedsiębiorstwa. Badania te mogą wskazywać na występowanie zależności pomiędzy fazami migracji wartości a determinantami wartości przedsiębiorstw.

²¹³ Tamże, s. 437.

Odrębną grupę badań stanowią rozważania poruszające sferę marży granicznej i jej związków z nośnikami wartości oraz wartością przedsiębiorstwa.

Osiągnięcie realnego wzrostu wartości przedsiębiorstwa uwarunkowane jest osiągnięciem czynników, które o tym decydują. Rappaport wprowadza pojęcie marży granicznej, związane bezpośrednio z nośnikami wartości oraz dodatkowej marży granicznej²¹⁴.

Graniczną marżę definiuje jako: „minimalną marżę zysku operacyjnego, jaką przedsiębiorstwo musi osiągnąć w dowolnym okresie w celu zachowania wartości dla akcjonariuszy w tym okresie”²¹⁵. Rozwinięciem tej definicji jest stwierdzenie, że marża zysku operacyjnego to minimalna stopa zwrotu osiągnięta podczas prowadzenia działalności. Rappaport²¹⁶ przedstawia dwa ujęcia zastosowania marży granicznej. Pierwsze z nich odnosi się do dodatkowych jednostek sprzedaży (dodatkowa marża graniczna). W celu jej uzyskania stosuje się następującą formułę²¹⁷:

$$M = \frac{k \cdot i_{WC+FA}}{(1-t)(1+k)} \quad (4)$$

gdzie:

M – dodatkowa marża graniczna,
 k – koszt kapitału,
 i_{WC+FA} – dodatkowa stopa inwestycji w majątek trwały i w kapitał obrotowy,
 t – stopa opodatkowania podatkiem dochodowym.

Z kolei drugie ukierunkowane jest na sprzedaż całkowitą. Do jej obliczenia stosuje się następującą formułę²¹⁸:

$$TM = \frac{EBIT_0 + \Delta S \cdot M}{S_0 + \Delta S} \quad (5)$$

gdzie:

TM – marża graniczna,
 $EBIT_0$ – zysk operacyjny w poprzednim okresie,
 ΔS – dodatkowa sprzedaż,
 M – dodatkowa marża graniczna,
 S_0 – sprzedaż w poprzednim okresie.

²¹⁴ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value...*, dz. cyt., s. 60.

²¹⁵ Tamże.

²¹⁶ Tamże, s. 61.

²¹⁷ Tamże, s. 62.

²¹⁸ Tamże, s. 63.

Marża graniczna nadaje się zarówno do oceny aktualnych wyników finansowych przedsiębiorstwa, jak i tych przyszłych.

Dodatkowa marża graniczna jest elementarnym składnikiem do wyznaczenia całkowitej marży i stanowi „próg rentowności” z punktu widzenia zdolności przedsiębiorstwa do budowania wartości, w odniesieniu do sprzedaży dodatkowej²¹⁹. Aby nie nastąpiło załamanie wartości dla akcjonariuszy, przedsiębiorstwo musi uzyskać minimalną jej wartość. Oznacza to, że dodatkowa sprzedaż traktowana jest jako inwestycja, mająca na celu zapewnienie dodatkowej marży. Marża ta musi być wystarczająca na przeznaczenie środków pieniężnych w kapitał obrotowy oraz w środki trwałe, które są niezbędne przy pozyskaniu nowej sprzedaży.

Jako rozwinięcie pojęcia marży T. Dudycz proponuje korektę wzorów Rapaporta o: „wyprzedzenie inwestycji w stosunku do otrzymywanych z niej przepływów”²²⁰ oraz zakłada dwa warunki:

- wystąpienie inwestycji na początku okresu, co oznacza, że przepływy pieniężne pojawią się na końcu tego okresu;
- wystąpienie inwestycji w środki trwałe na początku okresu, zaś w kapitał pracujący w momencie wzrastania sprzedaży, równoległe do jej wzrostu, co oznacza inwestowanie na koniec okresu.

Formuła obliczeniowa uwzględniająca pierwszy warunek przedstawia się następująco²²¹:

$$M = \frac{k \cdot i_{WC+FA}}{(1 - t)} \quad (6)$$

gdzie:

i_{FA} – inwestycje w majątek trwały,
 i_{WC} – inwestycje w majątek obrotowy,
 k – koszt kapitału.

Natomiast wzór na marżę uwzględniający drugi warunek będzie wyglądać, jak pokazano poniżej²²²:

²¹⁹ T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 66.

²²⁰ Tamże.

²²¹ Tamże.

²²² Tamże, s. 67.

$$M = \frac{k \cdot [i_{FA} \cdot (1 + k) + i_{WC}]}{(1 - t)(1 + k)} \quad (7)$$

gdzie:

i_{FA} – stopa inwestycji w majątek trwały jako procent od sprzedaży,
 i_{WC} – stopa inwestycji w majątek obrotowy jako procent od sprzedaży,
 k – koszt kapitału.

Analogiczne rozważania pojawiają się w odniesieniu do dodatkowej marży granicznej. W celu jej uzyskania Dudycz określa kluczowy warunek, który musi zostać spełniony, by było możliwe dokonanie obliczeń. Jest nim zależność pomiędzy zaktualizowaną wartością z inwestycji oraz zaktualizowaną wartością wolnych przepływów gotówkowych, które muszą się ze sobą równoważyć. Dodatkowo zakłada, że pierwsze przepływy pieniężne pojawią się w kolejnym okresie, następującym po ostatecznych inwestycjach²²³. Na tej podstawie końcowa formuła obliczeniowa dodatkowej marży granicznej wygląda następująco²²⁴:

$$M = \frac{k \cdot [\sum_{\mu=0}^{\mu=n} \frac{I_{FA}^{\mu}}{(1 + k)^{\mu}} (1 + k)^{n+1} + I_{WC}]}{\Delta S \cdot M(1 - t)(1 + k)} \quad (8)$$

gdzie:

I_{FA}^0 – inwestycje w środki trwałe poniesione w okresie t_0 ,
 I_{WC} – inwestycje w kapitał pracujący poniesione w okresie $t_n + 1$,
 k – koszt kapitału,
 ΔS – dodatkowa sprzedaż,
 k – koszt kapitału,
 M – dodatkowa marża graniczna.

Swoją teorię na temat wskaźnika rentowności operacyjnej, jakim jest marża graniczna, przedstawia również B.V. Balachandran, jeden z twórców koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Zarówno Rappaport, jak i Dudycz stwierdzają, że aby możliwe było budowanie wartości firmy oraz jej zachowanie, niezbędne jest osiągnięcie minimalnej marży zysku. Balachandran rozpatruje trzy przypadki sytuacji rynkowych. Model pierwszy dotyczy ogólnego rozwoju i wzrostu wartości przedsiębiorstwa, drugi uwzględnia zjawisko inflacji, zaś trzeci wahania cenowe, które

²²³ Tamże, s. 70.

²²⁴ Tamże.

wpływają na cały proces kreowania wartości firmy²²⁵. Opracował również propozycje liczenia wartości marginalnej dla każdego modelu, którego cel stanowi zbilansowanie środków inwestowanych w kapitał pracujący z zapotrzebowaniem na inwestycje.

Analiza, którą prezentuje Balachandran, odnosi się do jednorazowego wzrostu wartości przedsiębiorstwa oraz staje się punktem wyjścia do wyznaczenia formuły marży granicznej. Podstawowym warunkiem do jej obliczenia jest przyrównanie do zera stosunku zmiany wartości przedsiębiorstwa do wzrostu jednorazowej sprzedaży²²⁶:

$$\frac{\Delta V}{\Delta S} = 0 \quad (9)$$

Otrzymujemy zatem wzór na marżę graniczną, zawierający okres życia aktywów N (amortyzację środków trwałych)²²⁷:

$$p^* = \frac{k}{1-T} \left\{ (f+w) + \frac{f}{[(1+k)^N - 1]} - \frac{fT}{N} \left(\frac{1+k}{k} \right) \right\} \quad (10)$$

gdzie:

- k – średnioważony koszt kapitału,
- T – podatek,
- f – inwestycje w aktywa trwałe na każdorazowy przyrost jednostki wpływającej na wielkość sprzedaży,
- w – inwestycje w kapitał pracujący na każdorazowy przyrost jednostki wpływającej na wielkość sprzedaży,
- N – okres życia aktywów.

Modyfikację rozważań Rappaporta, Dudycza i Balachandrana na temat marży granicznej wprowadza M.J. Kowalski. W swoim artykule, dotyczącym wpływu dynamiki sprzedaży na wycenę przedsiębiorstwa, wprowadza pojęcie minimalnej rentowności kreowania wartości i oznacza ją symbolem MIN VC RentEBIT²²⁸. Na podstawie przeprowadzonych analiz Kowalski określa relację pomiędzy nośnikami wartości wskazanymi przez Rappaporta a wartością firmy. Na podstawie tej tezy przedstawia model matematyczny, który pozwala wyznaczyć rentowność

²²⁵ B.V. Balachandran, N.J. Nagaraja, A. Rapapport, *Threshold Margins for Creating Economic Value*, Financial Management, Spring 1986, s. 69.

²²⁶ Tamże, s. 71.

²²⁷ Tamże, s. 70.

²²⁸ M. Kowalski, K. Świdorski, *Wpływ dynamiki sprzedaży na wycenę przedsiębiorstwa*, Wrocław 2005, s. 14.

przedsiębiorstwa, niezbędną, by wzrost przychodów był dla przedsiębiorstwa opłacalny²²⁹. Formuła obliczeniowa wygląda następująco²³⁰:

$$\begin{aligned}
 & MIN VC Rent_{EBIT} \\
 &= \frac{\frac{1}{PR_{ST}} * \sum_{i=1}^n \frac{i * d^{i-1}}{(1+WACC)^i} + \frac{WSC}{365} * \sum_{i=1}^n \frac{i * d^{i-1} - (i-1)d^{i-2}}{(1+WACC)^i}}{\left[\sum_{i=1}^n \frac{i * d^{i-1}}{(1+WACC)^i} + \frac{n * d^{n-1}}{WACC * (1+WACC)^n} \right] * (1-T)} \\
 & \quad - \frac{\frac{1}{Pr_{ST}} * (stA + 1) * \sum_{i=1}^{n-1} \left[i * d^{i-1} * \sum_{j=i+1}^n \frac{(-stA)^{j-i-1}}{(1+WACC)^j} \right]}{\left[\sum_{i=1}^n \frac{i * d^{i-1}}{(1+WACC)^i} + \frac{n * d^{n-1}}{WACC * (1+WACC)^n} \right] * (1-T)}
 \end{aligned} \tag{11}$$

gdzie:

- PR_{ST} – produktywność środków trwałych,
- i – inwestycje w aktywa trwałe,
- d – dynamika sprzedaży,
- WSC – wskaźnik cyklu,
- $WACC$ – średnioważony koszt kapitału,
- T – podatek.

Teoria marży granicznej jest narzędziem analitycznym, dzięki któremu możliwy staje się wybór strategii, które zapewniają możliwy wzrost wartości przedsiębiorstwa oraz eliminują strategie powodujące spadek wartości. Marża graniczna staje się centralną teorią w analizach czynników kształtujących wartość oraz narzędziem budowy portfela biznesów. Koncepcja marży granicznej umożliwi skuteczne podejmowanie decyzji dotyczących doboru odpowiednich jednostek biznesowych do portfela inwestycyjnego oraz dobór strategii rozwoju tych jednostek dla maksymalizacji wartości całej inwestycji, całego portfela.

Na potrzeby badań modelowych opisanych w dalszej części podrozdziału autor wykorzystał zmodyfikowaną marżę graniczną zaproponowaną przez M.J. Kowalskiego. W części empirycznej rozprawy doktorskiej, w podrozdziale 3.5, w którym omówiono wyniki empiryczne badań poświęconych wpływowi marży granicznej na procesy migracji wartości, autor wykorzystał klasyczny model marży granicznej Rappaporta.

Na podstawie przeprowadzonych wstępnych badań modelowych²³¹, obrazujących wpływ nośników wartości na marżę graniczną, a w konsekwencji na wartość

²²⁹ Tamże, s. 13.

²³⁰ Tamże, s. 14.

przedsiębiorstwa, wskazano, że istnieje zależność pomiędzy determinantami wartości, marżą graniczną i wartością przedsiębiorstwa. Możliwe jest również wyznaczenie strefy niszczenia oraz budowania wartości, to znaczy dla danej dynamiki sprzedaży istnieje minimalna rentowność sprzedaży, określana minimalną marżą kreowania wartości MVCR. W przypadku gdy rentowność sprzedaży znajduje się poniżej wartości MVCR²³², przedsiębiorstwo jest w strefie niszczenia wartości²³³. Przedsiębiorstwo będące w strefie niszczenia wartości nie osiąga rentowności sprzedaży wymaganej do sfinansowania rozwoju wynikającego z zakładanej dynamiki sprzedaży.

Autor przeprowadził badania modelowe, symulacje nad zależnościami determinantów wartości, minimalnej marży kreowania wartości oraz wartością przedsiębiorstwa. Analizy przeprowadzone przez Rappaporta poddano detalicznemu badaniu na modelu minimalnej marży kreowania wartości MVCR²³⁴. W artykule M.J. Kowalskiego i Ł. Bilińskiego *A Value-Oriented Quantitative Model For Strategy Formulation Regarding Strategic Business Units* przedstawiono wyniki badań prezentujące model zależności pomiędzy nośnikami wartości, wartością przedsiębiorstwa a minimalną marżą kreowania wartości. W efekcie końcowym opracowano algorytm oceny jednostki biznesowej pod względem kreowania wartości, mogący również znaleźć zastosowanie w badaniach nad procesami migracji wartości. Narzędzie to wpisuje się również w potrzeby tworzenia algorytmów oceny przedsiębiorstw w koncepcji *corporate portfolio management* (CPM), o czym szerzej autor napisał w podrozdziale 2.4.4. W dalszej części podrozdziału 2.4.2 omówiono uzyskane wyniki badań nad zależnościami determinantów wartości, minimalnej marży kreowania wartości oraz wartością przedsiębiorstwa, opierając się na trzech nośnikach wartości: cyklu konwersji gotówki, produktywności środków trwałych i dynamice sprzedaży.

Analizę jednostek biznesowych oraz budowę portfela przedstawia A. Rappaport w jednym ze swoich artykułów zatytułowanym *Selecting strategies that create shareholder value*. Rozważa przypadek przedsiębiorstwa Econoval, którego główny cel strategiczny stanowi kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Rappaport zwraca uwagę,

²³¹ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *A Value-Oriented Quantitative Model for Strategy Formulation Regarding Strategic Business Units*, *The Essence and Measurement of Organizational Efficiency*, Springer Proceedings in Business and Economics, Springer International Publishing Switzerland 2016, s. 97–121.

²³² minimalna marża kreowania wartości

²³³ Przeciwną zależność można zaobserwować, gdy ROS znajduje się powyżej marży MVCR – mowa wtedy o strefie kreowania wartości.

²³⁴ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, dz. cyt., s. 104.

że ekonomiczna wartość dodana z każdej nowej inwestycji uzależniona jest od strumieni zdyskontowanych wolnych przepływów gotówkowych. Dzięki odpowiedniej analizie można uzyskać prognozę kosztów inwestycji oraz wartości przyszłych przepływów pieniężnych, co ułatwi podejmowanie decyzji na szczeblu strategicznym.

Rozpoczęcie bardziej szczegółowej analizy przedsiębiorstw powinno być poprzedzone określeniem odpowiedniego horyzontu czasowego, dla którego ustala się prognozowaną wartość każdej z nich oraz strategię. Jak wskazuje Rappaport, wybór odpowiedniej strategii będzie uzależniony od fazy cyklu życia, w jakiej znajduje się obecnie każde przedsiębiorstwo.

Po ustaleniu okresu horyzontalnego dla każdej spółki wyliczana jest minimalna marża zysku operacyjnego, jaką każda spółka musi osiągnąć, by możliwe było kreowanie wartości. Analizowane są dane historyczne i na ich podstawie oblicza się marżę graniczną, koszt kapitału inwestycyjnego przypadający na jednostkę pieniężną w celu zwiększenia sprzedaży (policzony np. za pomocą metody wyceny CAPM) oraz koszt długu, czyli koszt kapitału obcego (odsetki). Po ustaleniu podstawowych kosztów oblicza się średnioważony koszt kapitału dla każdego biznesu. Określana jest również stopa wolna od ryzyka oraz oczekiwany zwrot z inwestycji.

Podczas prognozowania kategorii finansowych Rappaport wskazuje trzy możliwe scenariusze: konserwatywny, najbardziej prawdopodobny oraz optymistyczny. Każdy z nich uwzględnia, jak będą kształtowały się na przestrzeni okresu horyzontalnego dynamika sprzedaży, stosunek zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży oraz ile wyniesie kapitał obrotowy i nakłady inwestycyjne na jednostkę pieniężną. Każda z trzech prognoz jest możliwa, zatem należy oszacować, który scenariusz będzie realizowany.

Na kolejnym etapie oblicza i porównuje wysokość stóp dyskontowych, które odzwierciedlają zmianę wartości pieniądza w czasie. Porównanie tej kategorii umożliwi określenie, o ile można zmniejszyć wartość przyszłego kapitału.

Wybór odpowiedniego scenariusza i ocena prawdopodobieństwa jego wystąpienia pozwoli przedsiębiorstwu określić poziom ryzyka dla każdej jednostki biznesowej.

Po przeanalizowaniu i wyborze właściwego scenariusza oraz ustaleniu wstępnych prognoz Rappaport oblicza ekonomiczną wartość dodaną dla każdej jednostki biznesowej i określa, w jakim stopniu każdy z trzech biznesów wpłynie na wartość całego przedsiębiorstwa.

W odniesieniu do badań przeprowadzonych przez Rappaporta autor zbudował i wykorzystał model matematyczny. Model opiera się na dochodowym paradygmacie wartości. Przyjęto założenie, że wartość przedsiębiorstwa kształtowana jest przez jego zdolność do generowania w przyszłości przepływów pieniężnych lub – alternatywnie – przez posiadany kapitał oraz zdolność do generowania w przyszłości dochodów rezydualnych wyznaczanych jako nadwyżka zysku po opodatkowaniu ponad koszt kapitału zaangażowanego. Jako podstawę działania przyjęto ugruntowany w nauce i praktyce finansów dochodowy model wyceny (DCF).

Przy definiowaniu przepływów pieniężnych bazowano na przepływach dostępnych dla wszystkich interesariuszy FCFF. Dokonano również ich dekompozycji poprzez korekty wyniku operacyjnego.

W kolejnym kroku dokonana została wspomniana wcześniej dekompozycja modelu na czynniki kształtujące wartość. Jej podstawą był model determinantów wartości Rappaporta z 1988 roku, opierający się na 7 czynnikach kształtujących wartość przedsiębiorstwa²³⁵ Po dekompozycji modelu uwzględnia w nim następujące nośniki wartości:

- ROS – rentowność sprzedaży;
- d – dynamikę sprzedaży;
- FAP – produktywność środków trwałych;
- T – wartość podatku;
- CCC – cykl konwersji gotówki liczony w dniach;
- AR – stawkę amortyzacji;
- n – okres wzrostu przedsiębiorstwa wyrażony w latach;
- k – koszt kapitału.

Dodatkowo w modelu zostały uwzględnione parametry kształtujące pozycję wyjściową jednostki biznesowej:

- S_0 – wartość sprzedaży w roku 0;
- BO – wartość środków trwałych w roku 0.

Podczas budowy modelu matematycznego autor przyjął następujące założenia. Wynik z działalności operacyjnej został uzależniony od przychodów ze sprzedaży i rentowności operacyjnej. Z kolei przychody ze sprzedaży wyznaczono na podstawie zależności rekurencyjnej, zakładając, że dynamika sprzedaży jest stała w całym okresie

²³⁵ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value...*, dz. cyt., s. 65.

analizy, zatem $S_n = S_0 \cdot d_n$. Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy ustalono na podstawie cyklu konwersji gotówki w dniach. Zapotrzebowanie na gotówkę związane z aktywami trwałymi jest uzależnione od okresu życia tych aktywów, który określa stawka amortyzacji, od produktywności aktywów trwałych oraz od stanu środków trwałych w okresie zero. Założono również, że jednostka biznesowa musi utrzymywać stałą produktywność środków trwałych. W związku z tym nakłady ponoszone przez spółkę na aktywa trwałe będą wykorzystywane do odtwarzania zużywającego się majątku oraz umożliwią wzrost sprzedaży. Ponadto założono możliwość określenia okresu, w którym jednostka biznesowa realizuje swój rozwój. Okres wzrostu stanowi jeden z determinantów wartości w omawianym modelu. Po tym czasie przepływy pieniężne zostaną ukształtowane jako docelowe. Spółka nie będzie już generowała dalszych zmian przepływów, wejdzie w fazę generowania stałych, powtarzalnych przepływów pieniężnych. Zakłada się również możliwość powtarzania tych przepływów do nieskończoności, zgodnie z podstawowymi założeniami metody DCF. Do zamodelowania wartości wynikającej z przepływów po fazie rozwoju wykorzystano model Gordona, przyjmując, że dalszy wzrost nie będzie realizowany ($g = 0$). W modelu przyjmuje się stały koszt kapitału. Do oceny pozycji strategicznej przedsiębiorstwa należy przyjąć stałą i optymalną strukturę kapitału spółki oraz zakładać, że jest ona w stanie utrzymywać ją w całym okresie swojego rozwoju. To znaczy, że jeżeli wzrost przedsiębiorstw będzie wymagał zaangażowania dodatkowego kapitału, należy założyć, że możliwe jest zwiększenie finansowania spółki bez zmiany struktury tego finansowania. Oznacza to, że ewentualne dodatkowe zapotrzebowanie na kapitał może być finansowane jednocześnie przez dawców kapitału własnego i długu z zachowaniem dotychczasowej struktury. Model nie uwzględnia analizy struktury finansowania i jego wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Zagadnienia dotyczące stopnia finansowania jednostki biznesowej z długu oraz kapitałów własnych są przedmiotem szerokich badań empirycznych. Omawiany model nie uwzględnia opisywanego problemu. W badaniu autor skupił się na wartości przedsiębiorstwa dla wszystkich dawców kapitału. W związku z tym przeanalizowano wpływ podejmowanych strategii wartości spółki, nie uwzględniając przy tym wpływu na wartość kapitału własnego. Ostatecznie, biorąc pod uwagę opisywane założenia, model matematyczny opisujący wartość przedsiębiorstwa przyjmuje postać²³⁶:

²³⁶ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, dz. cyt., s. 104.

$$\begin{aligned}
EV &= PV FCF_1 + PV FCF_2 + \dots + PV FCF_n + RV \\
&= \left[(1 - T) \cdot S_0 \cdot ROS - \frac{S_0}{FAP} \right] \cdot \sum_{i=1}^n \frac{d^i}{(1 + WACC)^i} - \frac{CCC \cdot S_0}{365} \\
&\quad \cdot \sum_{i=1}^n \frac{d^i - d^{i-1}}{(1 + WACC)^i} + BO_1 \cdot (AR + 1) \\
&\quad \cdot \sum_{i=1}^n \frac{(-AR)^{i-1}}{(1 + WACC)^i} + \frac{S_0}{FAP} \cdot (AR + 1) \\
&\quad \cdot \sum_{i=1}^{n-1} \left[d^i \cdot \sum_{j=t+1}^n \frac{(-AR)^{j-t-1}}{(1 + WACC)^j} \right] + \frac{(1 + T) \cdot S_0 \cdot d^n \cdot ROS}{WACC \cdot (1 + WACC)^n}
\end{aligned} \tag{11}$$

Przedstawiony model matematyczny zaimplementowano do systemu informatycznego. Wykorzystując arkusz kalkulacyjny, przeprowadzono szereg symulacji, które posłużyły do przeprowadzenia symulacji obrazujących zachodzące relacje pomiędzy marżą graniczną, wartością nośników wartości oraz wartością końcową przedsiębiorstwa i mogą stanowić wstęp do empirycznych rozważań na temat definiowania procesów migracji wartości zachodzących na rynkach kapitałowych.

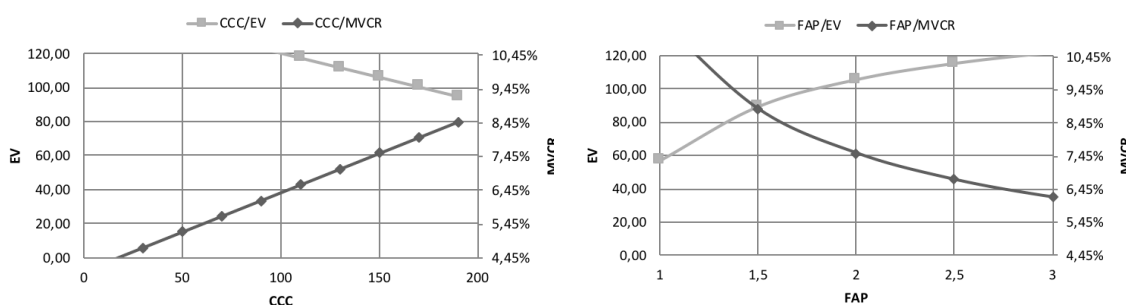
Autor przeprowadził symulacje dla statystycznego przedsiębiorstwa, wykorzystując w tym celu bazy danych Damodarana od stycznia 2014 roku. Przeanalizował 6022 europejskie spółki giełdowe, wykluczając firmy prowadzące działalność finansową, ubezpieczeniową lub podobną. Model wykorzystuje 7 nośników wartości wskazanych przez Rappaporta. W tym celu dokonano jego dekompozycji i dla każdej spółki z próby końcowej wyznaczono nośniki wartości wykorzystane w modelu. Następnie obliczone zostały średnie wartości dla każdego nośnika wartości. Uzyskano następujące wyniki²³⁷:

- d – 109,41% (dynamika sprzedaży);
- FAP – 1,99 (produktywność środków trwałych);
- $WACC$ – 7,39% (średnioważony koszt kapitału);
- AR – 7,45% (stawka amortyzacji);
- N – 10 (okres wzrostu przedsiębiorstwa);
- TAX – 19% (stopa podatkowa);
- ROS – 7,988% (rentowność sprzedaży).

²³⁶ Tamże, s. 105.

²³⁷ Tamże.

Wysokość marży granicznej uzależniona jest od wartości determinantów wartości (dynamika sprzedaży, średnioważony koszt kapitału, okres wzrostu, stawka amortyzacji, wskaźnik cyklu, produktywność środków trwałych), opisujących sytuację ekonomiczną spółki. Zależność pomiędzy determinantami wartości a minimalną marżą kreowania wartości oraz wartością przedsiębiorstwa (EV) prezentuje rysunek 4. Zmiana nośnika wartości powoduje zmniejszenie lub zwiększenie wartości marży, która z kolei wpływa na budowanie lub niszczenie wartości dodatkowej.



Rysunek 4. Wpływ determinantów wartości na marżę graniczną oraz na wartość przedsiębiorstwa

Źródło: M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *A Value- Oriented Quantitative Model For Strategy Formulation Regarding Strategic Business Units*, The Essence and Measurement of Organizational Efficiency, Springer Proceedings in Business and Economics, Springer International Publishing Switzerland 2016, s. 109–110.

W przeprowadzonych badaniach Kowalski i Biliński zwrócili uwagę, że w sytuacji kiedy nie jest możliwe zwiększanie rentowności operacyjnej, przedsiębiorstwo może próbować obniżyć marżę graniczną, oddziałując na inne nośniki wartości. Przykładowo, obniżenie cyklu konwersji gotówki (CCC) poprzez działania operacyjne, takie jak np. wdrożenie systemów zarządzania zapasami, spowoduje obniżenie marży granicznej i może sprawić, że przy tej samej rentowności sprzedaży przedsiębiorstwo przejdzie ze strefy niszczenia wartości do strefy jej budowania. W efekcie obniżenie CCC spowoduje, że zwiększenie skali działalności przedsiębiorstwa (mierzone przychodami) stanie się uzasadnione i przysporzy dodatkowej wartości. Analogiczną relację zaobserwowano dla produktywności środków trwałych (FAP). Zwiększenie produktywności środków trwałych spowoduje obniżenie minimalnej marży kreowania wartości MVCR, co z kolei zostanie odzwierciedlone poprzez wzrost wartości przedsiębiorstwa EV. Inwestowanie w rozwój biznesu, który znajduje się w strefie spadku, jest nieopłacalne z punktu widzenia ekonomicznego oraz *value-based management*. Spółka, której rentowność operacyjna znajduje się „poniżej” minimalnej marży kreowania wartości, nie musi oznaczać bezużytecznego podmiotu, który nie

przyniesie właścicielom przedsiębiorstwa korzyści finansowych. Po ocenie sytuacji i możliwości należy wybrać parametr do stymulacji, dzięki której można wpłynąć na wysokość marży oraz sprawić, że spółka zacznie tworzyć dodatkową wartość.

Aby podnosić wartość przedsiębiorstwa poprzez zwiększanie dynamiki sprzedaży, konieczne jest osiągnięcie odpowiedniego zwrotu ze sprzedaży MVCR. W przeprowadzonych symulacjach przyjęto wartości nośników będące średnią dla wszystkich przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Minimalna marża kreowania wartości (MVCR) wyniosła 7,56%, przy wzroście sprzedaży równym 109,41 i przeciętnej rentowności sprzedaży (ROS) równej 7,988% (rysunek 5a).

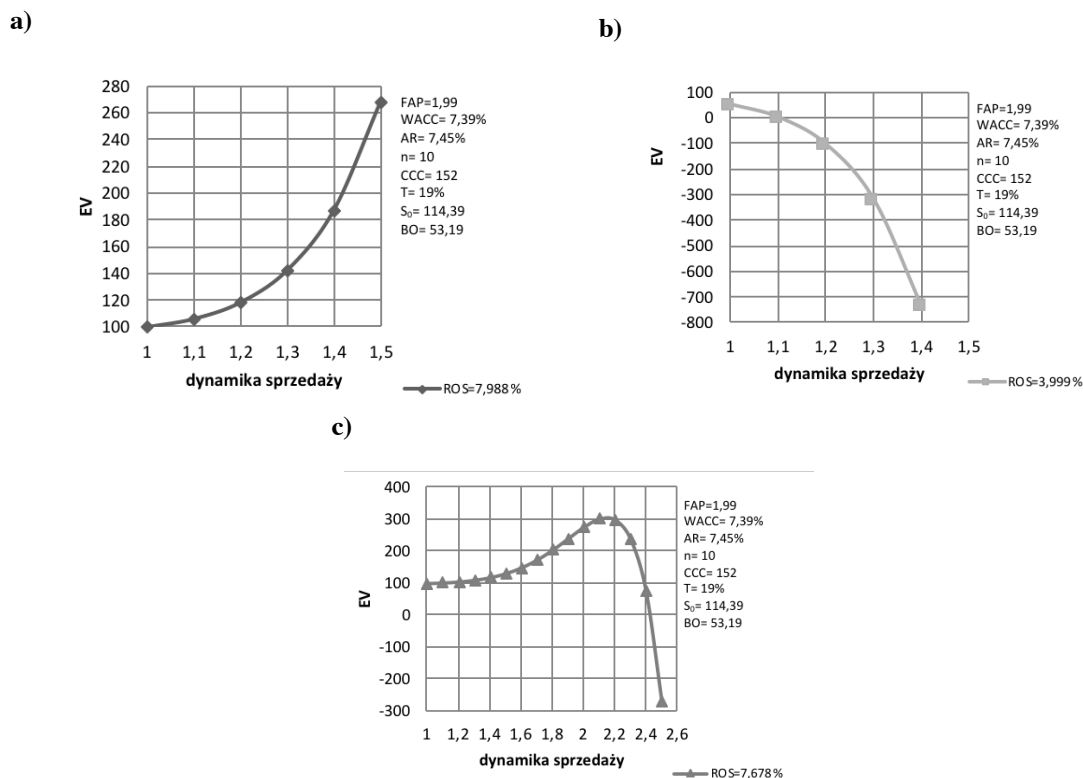
Na rysunku 5 zaprezentowano wpływ wielkości sprzedaży na wartość przedsiębiorstwa. Obliczono również pozostałe nośniki wartości, których wartość jest stała dla każdego z trzech analizowanych przypadków. Stymulacji poddano jedynie dynamikę sprzedaży. Kowalski i Biliński przeanalizowali następujące sytuacje:

- rentowność sprzedaży przeciętnie wynoszącą 7,988%;
- rentowność sprzedaży równą 50% przeciętnej;
- rentowność sprzedaży równą 96% przeciętnej.

Analizowana spółka znajduje się w strefie budowania wartości. Oznacza to, że rentowność zysku operacyjnego spółki przewyższa minimalną marżę kreowania wartości. Co więcej, przy zwiększaniu dynamiki sprzedaży, mimo że MVCR rośnie, nigdy nie przewyższa osiąganego przez przedsiębiorstwo ROS. W efekcie wzrost dynamiki sprzedaży dla analizowanego przykładu zawsze przekłada się na wzrost wartości.

Nie musi tak być zawsze. W przypadku gdy przedsiębiorstwo osiąga ROS w wysokości 50% przeciętnego ROS, tj. 3,999%, ROS przyjmuje wartość poniżej MVCR, wówczas każdy wzrost sprzedaży będzie niszczył wartość. Widoczne jest to na rysunku 5b.

Z kolei w przypadku osiąganego ROS w wysokości 96% przeciętnego ROS, tj. wartości 7,678%, przy wzroście dynamiki sprzedaży rosnąca MVCR przekracza ROS. Istnieje zatem maksymalna dynamika sprzedaży gwarantująca budowanie wartości, w tym przypadku wynosi ona 210% (rysunek 5c).



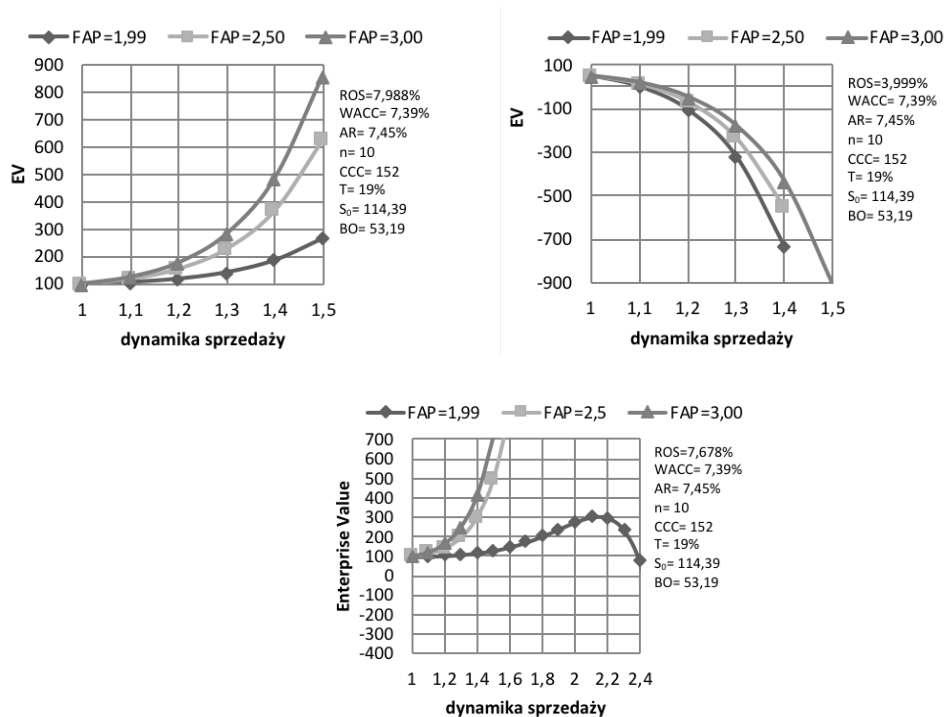
Rysunek 5. Wpływ dynamiki sprzedaży na wartość przedsiębiorstwa

Źródło: M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *A Value-Oriented Quantitative Model for Strategy Formulation Regarding Strategic Business Units*, The Essence and Measurement of Organizational Efficiency, Springer Proceedings in Business and Economics, Springer International Publishing Switzerland 2016, s. 107.

Duży wpływ na wartość jednostki biznesowej mają przytoczone wcześniej nośniki wartości. Rysunek 6 pokazuje, jak zmieni się stosunek wartości spółki dla różnej dynamiki sprzedaży, jeżeli dojdzie do zmiany wartości wybranego parametru. Wybrany nośnikiem wartości jest produktywność środków trwałych (FAP), wynosząca dla analizowanego przedsiębiorstwa 1,99 i którą zwiększono o 25% i 50%.

Relacje ekonomiczne pomiędzy nośnikami wartości, marżą graniczną a wartością przedsiębiorstwa, zarówno z punktu widzenia koncepcji VBM, jak i badań nad procesami migracji wartości, stanowią ważny element w zrozumieniu obu płaszczyzn. Koncepcja Rappaporta i jego analizy związane z oceną przedsiębiorstw do kreowania wartości stały się punktem wyjścia do dalszych rozważań na temat relacji marży granicznej i jej wpływu na wartość przedsiębiorstw. Przykładem rozwinięcia koncepcji Rappaporta są modele koncepcyjne stworzone przez Balachandrana, Dudycza czy Kowalskiego. Z kolei przeprowadzone przez autora badania, dotyczące nośników wartości i ich wzajemnych relacji, miały charakter modelowy, symulacyjny i wykazały wiele ciekawych wniosków, natomiast nie były weryfikowane empirycznie. Ponadto

biorą one udział w szerokim spektrum analiz dotyczących nośników wartości i ich wzajemnych relacji, ale przede wszystkim wskazują na możliwość występowania zależności pomiędzy fazami migracji wartości, tj. fazą odpływu, przyływu i stabilizacji, a determinantami wartości przedsiębiorstw.



Rysunek 6. Zależność pomiędzy produktywnością środków trwałych, dynamiką sprzedaży a wartością przedsiębiorstwa

Źródło: M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *A Value- Oriented Quantitative Model for Strategy Formulation Regarding Strategic Business Units*, The Essence and Measurement of Organizational Efficiency, Springer Proceedings in Business and Economics, Springer International Publishing Switzerland 2016, s. 108–109.

Analizy Rappaporta i ich rozwinięcie wprowadzone przez innych badaczy wskazują na zależności pomiędzy nośnikami wartości, marżą graniczną oraz wartością przedsiębiorstwa. Należy wskazać, że badania te nawiązują do prezentowanych w literaturze analiz zjawiska migracji wartości w kontekście koncepcji VBM. Przedstawione badania wskazują, że może występować zależność pomiędzy fazami migracji wartości a determinantami wartości przedsiębiorstw. Zagadnienie to stanowi obiekt szczegółowych badań przedstawionych w rozdziale 3.

2.4.3. Cykle koniunkturalne a migracja wartości

Funkcjonowanie przedsiębiorstw w globalnej gospodarce rynkowej uwarunkowane jest z ich przemijaniem w czasie. W tym ujęciu okres działalności jednostki biznesowej

rozumiany jest jako przebieg życia, na który składają się poszczególne etapy odzwierciedlające jej sytuację ekonomiczną. Mowa tu o modelu rozwoju przedsiębiorstwa zbudowanego z poszczególnych faz, następujących po sobie w określonej kolejności, analogicznie do cyklu życia produktu.

W literaturze przedmiotu istnieje wiele ujęć koncepcyjnych cyklu życia organizacji. Ich zróżnicowanie w dużej mierze wynika ze szczególności modelu, polegającej na liczbie faz wyróżnionych przez badaczy. Najprostsze modele charakteryzują się trzema podstawowymi fazami życia, które jako jeden z pierwszych wyróżnił Downs w 1967 roku. Na podstawie obserwacji funkcjonowania instytucji rządowych zaproponował trzyfazowy model rozwoju. Pierwsza faza (walka o autonomię) polega na pozyskaniu środków finansowych i osiągnięciu progu rentowności, druga na dynamicznym wzroście przedsiębiorstwa, opartym głównie na innowacyjnych rozwiązaniach, w tym zatrudnieniu wykwalifikowanego personelu, trzecia faza to etap spowolnienia rozwoju spółki, w którym dominuje zwiększona liczba kontroli sposobu, w jaki jest zarządzana²³⁸. Trójfazowy model życia organizacji przedstawił również Thaine²³⁹. Jego koncepcja zakłada, że fazy rozwoju przedsiębiorstwa różnią się od siebie celami zarządzania, problemami wynikającymi z prowadzonej działalności, rodzajami struktur organizacyjnych oraz ich funkcjonowaniem. Według Thaine'a w pierwszej fazie spółka dąży do utrzymania się na rynku. Buduje swoją pozycję na tle konkurencji z sektora, w którym prowadzi działalność. W fazie drugiej dochodzi do jej dynamicznego rozwoju i ugruntowania pozycji względem konkurentów. W fazie trzeciej następuje przeobrażenie w „federację przedsiębiorstw”, rozumianą jako grupa kapitałowa realizująca wspólnie obronę strategię.

Inne ujęcie cyklu życia organizacji proponują Lyden²⁴⁰, Kimberly²⁴¹ oraz Quinn i Cameron²⁴². Ich ujęcie opiera się na modelu czterofazowym. Jako pierwszą fazę autorzy wskazują etap wstępny, przypadający na okres przed powstaniem przedsiębiorstwa, polegający na gromadzeniu zasobów majątkowych, analizie rynku, w szczególności sektora gospodarczego, prowadzeniu działań poszukiwania źródeł

²³⁸ R. Quinn, K. Cameron, *Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, Management Science, nr 29(1), 1983, s. 33–51.

²³⁹ D.H. Thaine, *Stage of corporate development*, Business Quarterly nr 34(4), 1969, s. 34–35.

²⁴⁰ F.J. Lyden, *Using Parson's Functional. Analysis in the Study of Public Organizations*, Administrative Science Quarterly nr 20, 1985, s. 59–70.

²⁴¹ J.R. Kimberly, *Issues in the Creation of Organizations: Initiation, Innovation and Institutionalization*, Academy Management Journal 1979, no. 22, s. 437–457.

²⁴² R.E. Quinn, K. Cameron, *Organizational...*, dz. cyt., s. 33–51.

finansowania działalności oraz negocjacji z potencjalnymi dostawcami. Kolejne etapy uzależnione są od stopnia rozwoju spółki, ograniczonego rodzajem struktury organizacyjnej oraz podejmowanych przez zarząd działań.

Z kolei pierwszy model cyklu życia dla prywatnego sektora przedsiębiorstw zaproponowali Lippitta i Schmidt²⁴³. Zbudowana przez nich koncepcja, podobnie jak u Downs'a, opierała się na trzech etapach. Pierwsza faza wyróżniona przez badaczy to faza narodzin, w której zdobywa się podstawową wiedzę o funkcjonowaniu organizacji oraz tworzony jest system produkcji oferowanych produktów lub usług. W drugiej fazie, młodości, tworzony jest stabilny system zarządczy, umożliwiający osiągnięcie określonych celów strategicznych oraz zdobywanie reputacji wśród nabywców. Ostatnia faza, dojrzałość, polega na wypracowywaniu przewagi konkurencyjnej poprzez stosowanie unikalnych rozwiązań technologicznych lub dostarczanie towarów i usług cechujących się wyjątkowością. Poza wyodrębnieniem faz rozwoju przedsiębiorstwa Lippitta i Schmidt opracowali główne cele strategiczne, jakie są stawiane przed właścicielami, oraz konsekwencje wynikające z braku ich realizacji, co zostało zobrazowane w tabeli 2.

Tabela 2. Model faz rozwoju organizacji wg G.L. Lippity i W.H. Schmidta

Fazy rozwoju	Główny cel	Kluczowa kwestia	Konsekwencje nieosiągnięcia celu
Narodziny	Założyć nową organizację	Co zaryzykować?	Frustracja i bezużyteczność
	Przetrwąć jako zyskowny system	Co poświęcić?	Upadek organizacji
Młodość	Utrzymać stabilność	Jak zorganizować funkcjonowanie organizacji?	Proponowane rozpoczęcie działalności, organizacja doświadczająca wielu kryzysów
	Zdobyć reputację	Jak dokonywać przeglądu i oceny?	Trudności z przyciąganiem utalentowanego personelu, niepoprawny i zniekształcony wizerunek
Dojrzałość	Osiągnąć unikalność i zdolność do zmian	Kiedy i jak dokonywać zmian?	Utrata najbardziej wartościowych pracowników, rozproszenie energii
	Wspierać społeczeństwo	Kiedy i jak dzielić się ze społeczeństwem?	Spadek uznania w społeczeństwie, bankructwo lub spadek zyskowności

Źródło: G.L. Lippitta, W.H. Schmidt, *Crises in a Developing Organization*, „Harvard Business Review” 1967, vol. 45, s. 101–102.

²⁴³ G.L. Lippitta, W.H. Schmidt, *Crises in a Developing Organization*, Harvard Business Review, vol. 45, 1967.

Każdy model cyklu życia przedsiębiorstwa jednoznacznie sugeruje, że firma jako podmiot gospodarczy posiada tendencję do rozwoju, w sposób liniowy i przewidywalny, przechodząc przez kolejne etapy, od fazy narodzin do stagnacji, oraz jej strategię, decyzje zarządcze dopasowane będą do poszczególnych faz, w których się znajduje²⁴⁴. Od początku lat sześćdziesiątych XX wieku naukowcy zajmujący się zarządzaniem strategicznym przejęli model cyklu życia z nauk biologicznych, który stał się nieodzownym elementem badań biznesowych²⁴⁵. Wielu z nich zaproponowało w swoich badaniach cykl życiowy rozwoju podmiotu, rozpoczynający się etapem narodzin, a kończący na etapie śmierci. Wśród nich można wymienić takie postacie jak²⁴⁶: Chandler, Greiner, Galbraith, Churchill, Quinn i Cameron, Miller i Friesen, Smith, Mitchell i Summer, Dodge i Robbins, Hanks, Watson, Jensen i Chandler, Kazanjian, Beverland i Lockshin, Lester, Parnell i Carraher.

Chandler jako jeden z pierwszych uwzględnił w swojej koncepcji model życia odzwierciedlający strategię firmy na danym etapie rozwoju. Podkreślał również, że przejście przedsiębiorstwa z jednego cyklu do drugiego skutkuje zmianą strategii oraz polityki wyznaczania celów na kolejne lata²⁴⁷. Teoria Chandlera stała się fundamentem do kontynuowania dalszych rozważań empirycznych nad cyklem życia organizacji. Zawarta w niej przełomowa idea wyznaczyła ścieżkę badawczą dla kolejnych badaczy. W odpowiedzi na powszechne wyzwania związane z rozwojem rynku przedsiębiorstwa zmuszone są do opracowywania pewnych wzorców, by zapobiec chociażby bankructwu lub przejściu przez inny podmiot gospodarczy. Dobrze opracowany model cyklu życia

²⁴⁴ B. Gray, S.S. Ariss, *Politics and strategic change across organizational life cycles*, *Academy of Management Review* 1985, 10(4), s. 707–723.

²⁴⁵ A.H. Van De Ven, M.S. Poole, *Explaining development and change in organizations*, *Academy of Management Review* 1995, 20(3), s. 510–540.

²⁴⁶ A.D. Chandler, *Strategy and Structure*, MIT Press: Cambridge 1962, MA; L.E. Greiner, *Evolution and revolution as organizations grow*, *Harvard Business Review* 1972, 76(3), s. 55–67; J. Galbraith, *The stages of growth*, *Journal of Business Strategy* 1982, 3(4), s. 70–79; N.C. Churchill, V.L. Lewis, *The five stages of small business growth*, *Harvard Business Review* 1983, 61(3), s. 30–50; R.E. Quinn, K. Cameron, *Organizational...*, dz. cyt., s. 33–51; D. Miller, P.H. Friesen, *A longitudinal study of the corporate life cycle*, *Management Science* 1984, 30(10), s. 1161–1183; K.G. Smith, T.R. Mitchell, C.E. Summer, *Top level management priorities in different stages of the organizational life cycle*, *Academy of Management Journal* 1985, 28(4), s. 799–820; H.R. Dodge, J.E. Robbins, *An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business development and survival*, *Journal of Small Business Management* 1992, 30(1), s. 27–37; S.H. Hanks, C.J. Watson, E. Jansen, G.N. Chandler, *Tightening the life-cycle construct: A taxonomic study of growth stage configurations in high-technology organizations*, *Entrepreneurship theory and Practice* 1993, s. 5–29; R.K. Kazanjian, *Relation of dominant problems to stages of growth in technology-based new ventures*, *Academy of Management Journal* 1988, 31(2), s. 257–279; M. Beverland, L.S. Lockshin, *Organizational life cycles in small New Zealand wineries*, *Journal of Small Business Management* 2001, 39(4), s. 354–362; D.L. Lester, J.A. Parnell, S. Carraher, *Organization life cycle: A five-stage empirical scale*, *The International Journal of Organizational Analysis* 2003, 11(4), s. 339–354.

²⁴⁷ A.D. Chandler, *Strategy...*, dz. cyt., s. 218.

może stanowić „mapę decyzji” dla menadżerów, by zidentyfikować krytyczne zmiany w organizacji oraz problemy w miarę rozwoju gospodarki²⁴⁸. Hanks, Watson, Jensen i Chandler, opracowując poszczególne etapy cyklu życia przedsiębiorstwa, definiują jednostkę gospodarczą jako „unikalną konfigurację zmiennych związanych z kontekstem i strukturą organizacji”²⁴⁹. Autorzy zwracają uwagę na wielkość organizacji, jej strukturę organizacyjną, tempo wzrostu oraz okres, w jakim przedsiębiorstwo funkcjonuje na rynku. Wskazane przez nich czynniki znajdują swoje odzwierciedlenie na poszczególnych etapach życia, wymuszając tym samym przeprowadzanie przez menadżerów analiz zawierających informację chociażby o wpływie tempa wzrostu, rozumianego jako dynamika sprzedaży na wartość przedsiębiorstwa.

Większość istniejących modeli cyklu życia cechuje się wielostopniowym charakterem, w zakresie od trzech etapów²⁵⁰ do dziesięciu²⁵¹. Jensen i Chandler²⁵² zaprezentowali solidne podsumowanie istniejących modeli cyklu życia, wyróżniając kluczowe etapy, ujawniające dość spójny wzorzec ewolucji organizacji. Z kolei Miller i Frisen²⁵³ wyznawali pogląd, że organizacje wykazują tendencję do przemieszczania się pomiędzy pięcioma etapami: narodzin, wzrostu, dojrzałości, schyłku oraz stagnacji. Podkreślali, że sekwencja przemieszczania się przedsiębiorstwa po fazach cyklu będzie zawsze różna, w zależności od obiektu badawczego.

W 1972 roku Greiner na łamach czasopisma „Harvard Business Review” opublikował jedno z najbardziej interesujących badań dotyczących cyklu życia organizacji. W artykule *Evolution and Revolution as Organizations Grow* wskazał na dwa stany, w jakich może znajdować się jednostka: ewolucji i rewolucji²⁵⁴. Pierwszy stan nawiązuje do sytuacji, w której organizacja podąża ścieżką trwałego wzrostu, wyrażaną chociażby poprzez wzrost dynamiki sprzedaży, a tym samym przychodów ze sprzedaży lub wzrostem zatrudnienia. Z kolei drugi, stan rewolucji, nawiązuje do okresu, w którym organizacja przechodzi przez szereg radykalnych działań zarządu na skutek nieprzewidzianych zaburzeń zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz, silnie

²⁴⁸ S.H. Hanks, C.J. Watson, E. Jansen, G.N. Chandler, *Tightening...*, dz. cyt., s. 5–29.

²⁴⁹ Tamże.

²⁵⁰ K.G. Smith, T.R. Mitchell, C.E. Summer, *Top level...*, dz. cyt., s. 799–820.

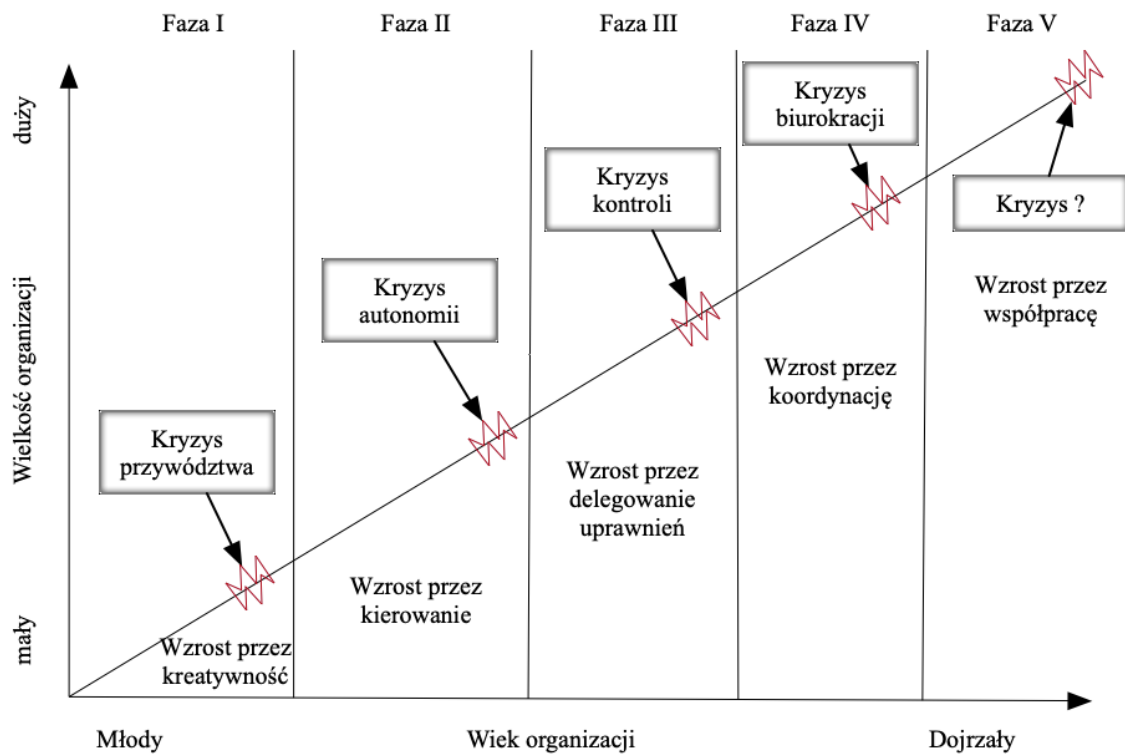
²⁵¹ I. Adizes, *Corporate Life Cycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About it*, Prentice Hall: Englewood-Cliffs, New York 1989.

²⁵² H. Hanks, C.J. Watson, E. Jansen, G.N. Chandler, *Tightening...*, dz. cyt., s. 5–29.

²⁵³ D. Miller, P.H. Friesen, *A longitudinal...*, dz. cyt., s. 1161–1183.

²⁵⁴ L. Greiner, *Evolution...*, dz. cyt., s. 55–67.

oddziałujących na przedsiębiorstwo. Model cyklu życia organizacji zaproponowany przez Greinera dodatkowo obejmuje trzy istotne elementy z punktu widzenia jej rozwoju: wiek organizacji, jej rozmiar oraz tempo wzrostu branży, w której funkcjonuje.



Rysunek 7. Pięcioletni cykl życia organizacji według L. Greinera

Źródło: L. Greiner, *Evolution and Revolution as Organizations Grow*, Harvard Business Review 1972, 76(3), s. 41.

Model cyklu życia według Greinera opiera się na pięciu fazach, w jakich może znaleźć się organizacja. W trakcie trwania każdej fazy przedsiębiorstwo zmienia swój stan pomiędzy ewolucją a rewolucją. Utrzymywanie wysokiego tempa wzrostu (wysokiej dynamiki sprzedaży) związane jest ze stosowaniem dominujących technik zarządzania (stan ewolucji), pozwalających na osiągnięcie wskazanego celu. Z kolei ze stanem rewolucji utożsamia się kryzysy, które spółka musi pokonać, by znaleźć się w kolejnej fazie. Z modelu Greinera wynika, że każda faza jest efektem fazy wcześniejszej oraz przyczyną kolejnej.

Pierwszą fazę cyklu charakteryzuje kreatywność, jeden ze stylów zarządzania, polegający na poszukiwaniu szans zwiększania udziału w rynku oraz rozpoczęcia prowadzenia działalności, np. wytwarzania produktów. Wraz z rozwojem organizacji rośnie potrzeba zatrudniania wykwalifikowanej kadry, która swoją wiedzą

i doświadczeniem będzie wspierać rozwój jednostki w takich obszarach jak technologia, marketing czy księgowość. Sukces uzależniony jest przede wszystkim od kadry zarządczej, menadżerów, definiujących stanowiska pracy, zakres obowiązków oraz dbających o skuteczną komunikację pomiędzy poszczególnymi komórkami wewnątrz przedsiębiorstwa. Bardzo często właściciele przedsiębiorstw nie dysponują odpowiednimi umiejętnościami do zarządzania, dlatego w odpowiedzi na kryzysy przywództwa zatrudniają wysokiej klasy menadżerów, realizujących zarówno cele strategiczne, jak i te podstawowe.

Druga faza przejawia się dynamicznym wzrostem przedsiębiorstwa, który możliwy jest poprzez skuteczne i efektywne kierowanie. Jeden ze środków do osiągnięcia tego celu stanowi zbudowanie wyraźnej struktury organizacyjnej, poprzez wyodrębnienie w niej obszarów odpowiedzialnych za realizację poszczególnych zadań. Centralizacja podejmowania decyzji, skupiająca się wokół menadżerów wyższego szczebla, powoduje, że średni i niższy szczebel zarządczy pozbawiony jest autonomii, co skutkuje pojawieniem się kolejnego kryzysu, związanego z delegowaniem uprawnień. Pracownicy zdemotywowani faktem scentralizowania władz decyzyjnych na najwyższym szczeblu odchodzą do innych przedsiębiorstw, inaugurując tym samym wejście organizacji do trzeciej fazy.

Trzecią fazę charakteryzuje wzrost przedsiębiorstwa poprzez delegowanie uprawnień na niższe szczeble menadżerskie. Z kolei kadra zarządcza wyższego szczebla skupia się głównie na realizacji celów strategicznych, maksymalizacji wartości oraz fuzjach i przejęciach. Umożliwia to ekspansję na nowe rynki zagraniczne, zwiększanie konkurencyjności poprzez powiększenie udziału w rynku. Istotny problem w tworzeniu oraz zarządzaniu grupą kapitałową stanowi kontrola dużej liczby jednostek autonomicznych, co powoduje wystąpienie kolejnego kryzysu związanego z kontrolą działalności.

Przejście przedsiębiorstwa do kolejnej fazy cyklu uwarunkowane jest od wdrożenia koordynacji działań zarządczych. Właściciele skupiają się przede wszystkim na rozwoju funkcji kontroli, poprzez tworzenie regulaminów, procedur, stosowanie metod prognostycznych i planistycznych, jak również łączenie ze sobą autonomicznych podmiotów. Działania te mają na celu przyczynienie się do zwiększenia kontroli na różnych szczeblach organizacji. Ich negatywnym skutkiem i jednocześnie kolejnym kryzysem staje się problem biurokracji. Z powodu opracowywania raportów

i przestrzegania regulaminów menadżerowie niższego szczebla poświęcają znacznie mniej czasu na rozwiązywanie realnych problemów.

Ostatnią fazą cyklu organizacji wg Greinera jest współpraca, dzięki której możliwe staje się zażegnanie kryzysu biurokracji. Łączenie zespołów lub różnych komórek organizacyjnych, wymiana wiedzy oraz pomysłowości skutkują efektywniejszym realizacjom celów strategicznych, projektów inwestycyjnych, w które przedsiębiorstwo jest lub będzie zaangażowane. Model prezentowany przez Greinera tworzy pięć faz oraz pięć kryzysów. Jak stwierdza Łukasiewicz, istnieje prawdopodobieństwo, że organizacja może znajdować się w innych fazach, niewskazanych przez autora, zatem można wnioskować, iż przedstawiony cykl życia nie jest kompletny²⁵⁵, ponieważ autor nie proponuje kolejnych faz oraz kryzysów, w obliczu jakich może znaleźć się przedsiębiorstwo.

W literaturze można napotkać zróżnicowane ujęcia analogicznych teorii cyklu życia do propozycji Greinera, pod względem liczby faz. Pięć etapów cyklu życia przedsiębiorstwa sugerują Gort i Klepper, wymieniając jako kluczowe etapy fazę wprowadzenia, wzrostu, dojrzałości, schyłku oraz stagnacji²⁵⁶. Z kolei szersze ujęcie prezentuje Adizes²⁵⁷, którego model cyklu życia opiera się na dziesięciu etapach, rozpoczynając od idei stworzenia przedsiębiorstwa, a kończąc na jego likwidacji. Autorzy opracowują również modele czterofazowe, jak np. Kazanjian i Drazin²⁵⁸. Ich propozycja ewolucji przedsiębiorstwa opiera się na etapie koncepcji i rozwoju, komercjalizacji, wzroście oraz stabilności.

Cykl życia przedsiębiorstw wpływa na kształtowanie się stylów zarządzania oraz strategii biznesowej. Jak wskazuje Kazanjian²⁵⁹, każda faza zmusza przedsiębiorstwo do wyodrębnienia unikalnych cech w celu dopasowania procesów decyzyjnych, struktur organizacyjnych oraz personalnych do istniejących warunków, panujących wewnątrz i na zewnątrz organizacji. Z kolei Koberg²⁶⁰ w swoich pracach podkreśla znaczący wpływ cyklu życia na modelowanie konkurencyjności spółek. Jej wyznacznikiem stają

²⁵⁵G. Łukasiewicz, *Rola funkcji personalnej w cyklu życia organizacji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie nr 853, Kraków 2011, s. 14.

²⁵⁶ M. Gort, S. Klepper, *Time paths in the diffusion of product innovations*, *Economic Journal* 1982, 92(367), s. 630–653.

²⁵⁷ I. Adizes, *Organizational passages—diagnosing and treating lifecycle problems of organizations*, *Organizational Dynamics* 1979, 8(1), s. 3–25.

²⁵⁸ R.K. Kazanjian, R. Drazin, *A stage-contingent model of design and growth for technology based new ventures*, *Journal of Business Venturing* 1990, 5(3), 1990, s. 137–150.

²⁵⁹ R.K. Kazanjian, *Relation...*, dz. cyt., s. 257–279.

²⁶⁰ C.S. Koberg, N. Uhlenbruck, Y. Sarason, *Facilitators of organizational innovation: The role of life-cycle stage*, *Journal of Business Venturing* 1996, 11 (2), s. 133–149.

się cechy środowiskowe i organizacyjne stymulujące proces innowacji. Jednak większość powstałych prac w dziedzinie zarządzania przedsiębiorstwem i strategii ujmuje cykl życia w ramach konceptualnych i teoretycznych rozważań, aniżeli potwierdza zasadność tez badaniami empirycznymi.

W dziedzinie rachunkowości i finansów opracowano szereg badań empirycznych odnoszących się bezpośrednio do kształtowania się cykli życia przedsiębiorstwa oraz ich wpływu na działalność operacyjną, finansową i strategiczną. Bender i Wand opublikowali wyniki potwierdzające, że struktura finansowania firm zmienia się w zależności od fazy, do której przynależy spółka²⁶¹. Z kolei Berger i Udell²⁶² udowadniali związki małych przedsiębiorstw poszukujących zasobów kapitałowych i inwestycyjnych na rynku papierów dłużnych i private equity, podczas gdy większe jednostki gospodarcze opierały się wyłącznie na rynkach publicznych i obrocie publicznym. W literaturze pojawiają się również sugestie, dotyczące wyboru strategii obieranej w zależności od etapu cyklu życia. Richardson²⁶³ zasugerował, że przedsiębiorstwa dojrzałe, skłonne do ponoszenia dużych nakładów na inwestycje mogą rozwijać się i osiągać wzrost jedynie w pierwszej fazie. W kolejnych istnieje duże prawdopodobieństwo utrzymywania aktywów z poniesionych w przeszłości inwestycji.

Kształtowanie się polityki wypłat dywidend to kolejny aspekt badań poruszanych na łamach publikacji. Fama i French, Grullon oraz DeAngelo²⁶⁴ jednoznacznie stwierdzają, że cykl życia spółki stymuluje i kreuje ten proces. Teoria ta zakłada, że przedsiębiorstwo zaczyna wypłacać dywidendy w momencie przejścia z fazy wysokiego tempa wzrostu do fazy spowolnienia rozwoju. Wynika to z faktu, że wcześniejsze cykle, prenatalne, wymuszają na właścicielach duże nakłady kapitałowe na inwestycje, co implikuje wypłaty dywidend w tym okresie. Tabela 3 przedstawia zdolność spółki do wypłat dywidend w poszczególnym etapie cyklu życia. Stopa wypłat dywidend systematycznie wzrasta wraz z przejściem przedsiębiorstwa do kolejnej fazy,

²⁶¹ R. Bender, K. Ward, *Corporate Financial Strategy*, Butterworth-Heinemann, Oxford 1993, s. 102–103.

²⁶² A.N. Berger, G.F. Udell, *Relationship lending and lines of credit in small firm finance*, *Journal of Business* 1995, 68(3), s. 351–381.

²⁶³ S. Richardson, *Over-investment of free cash flow*, *Review of Accounting Studies* 2006, 11(2/3), s. 159–189.

²⁶⁴ E.F. Fama, K.R. French, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?* *Journal of Financial Economics* 2001, 60(1), s. 3–43; G. Grullon, R. Michaely, B. Swaminathan, *Are dividend changes a sign of firm maturity?* *Journal of Business* 2002, 75 (3), s. 387–424; H. DeAngelo, L. DeAngelo, R.M. Stulz, *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*, *Journal of Financial Economics* 2006, 81(2), s. 227–254.

z niskiego poziomu wynoszącego 5–15% zysku netto w fazie wzrostu do 25–40% zysku w fazie stabilnego rozwoju.

Tabela 3. Cykl życia a poziom wypłat dywidend

Faza działalności firmy	Stopa wypłat dywidend (%)	Forma wypłat dywidend
Początek	0	całość zysku przeznaczana jest na rozwój
Ekspansja	0	całość zysku przeznaczana jest na rozwój
Szybki wzrost	5–15	niskie dywidendy gotówkowe, akcje
Stabilny wzrost	25–40	niskie do umiarkowanych wypłat dywidend gotówkowych, akcje
Dojrzałość, schyłek	40–60	wysokie dywidendy gotówkowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, wyd. PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 108.

Analizowanie cyklu życia spółki, z uwzględnieniem kształtowania polityki wypłat dywidend, umożliwia zrozumienie decyzji strategicznych podejmowanych przez zarząd. Przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysoką dynamiką wzrostu znacząco ograniczają lub nie wypłacają dywidend akcjonariuszom, lecz przeznaczają dodatkowy kapitał na wzmacnianie swojej pozycji rynkowej poprzez zwiększanie tempa rozwoju. Z kolei spółki, dysponujące dużymi zasobami finansowymi, jak np. spółki paliwowe, posiadają mniejsze zapotrzebowanie na nowe inwestycje, co skutkuje regularnymi wypłatami dywidend.

Zapewnienie zrównoważonego rozwoju, co stanowi jeden z głównych celów strategicznych spółek, możliwe jest dzięki odpowiedniej wiedzy i analizie poszczególnych faz cyklu życia, w perspektywie długofalowego wzrostu wartości przedsiębiorstwa. W literaturze wyróżnia się najczęściej modele czterofazowe, uwzględniające fazę powstania, wzrostu, dojrzałości oraz schyłku²⁶⁵. Ujęcie to nawiązuje do klasycznej koncepcji zakładającej cztery następujące po sobie etapy: wprowadzenie, wzrost, dojrzałość i schyłek. Wśród licznych opracowań wskazuje się również na istotę cyklu finansowego i przeprowadzania analizy fundamentalnej podczas badania sprawozdań finansowych. Dzięki temu możliwe jest zobrazowanie okresowych osiągnięć spółki oraz skuteczności podejmowanych działań zarządczych. Niezbędnym elementem w tym zakresie staje się realna ocena kondycji finansowej jednostki gospodarczej w kontekście bieżącego zarządzania, ale przede wszystkim planowania

²⁶⁵ A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, wyd. PWE, Warszawa 2007, s. 104.

przyszłych decyzji zapewniających długofalowy wzrost wartości, jak również identyfikacja sygnałów o możliwości bankructwa lub upadku przedsiębiorstwa.

2.4.4. Portfolio Management jako narzędzie w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa

Dywersyfikacja jest wciąż powszechnie stosowanym narzędziem zarządzania ryzykiem i budowania wartości. Stwarza możliwość poszukiwania nowych źródeł inwestycji, a konkretnie tych, do których wartość będzie napływać. Z tego względu spółki, których jednym z głównych celów strategicznych jest kreowanie wartości, budują portfele inwestycyjne, tworzą struktury składające się z jednostek biznesowych. Wybór strategii dla jednostek biznesowych stanowi wciąż jeden z kluczowych elementów zarządzania wartością. Nieprzemyślane decyzje, takie jak zainwestowanie w „nieatrakcyjny” biznes lub spóźniona dezinwestycja, mogą przyczynić się do niszczenia wypracowanej wcześniej wartości oraz trwale osłabiają przedsiębiorstwo. Celem niniejszego podrozdziału jest przedstawienie istniejącego stanu wiedzy z zakresu metod portfelowych, wspierających budowę portfela lub dobór strategii dla jednostek biznesowych z perspektywy migracji wartości. Ponadto omówiono teoretyczne założenia koncepcji zarządzania portfelem (z ang. *portfolio management*) oraz zaprezentowano jej istotną rolę zarówno w procesie kreowania wartości, jak i w badaniach nad procesami migracji wartości. Literatura przedmiotu oraz środowisko biznesu wskazują na dużą potrzebą poszukiwania narzędzi wspierających lokowanie kapitału. Mowa tu o budowaniu odpowiednich algorytmów wspierających budowę portfela biznesów.

Historia zarządzania portfelem sięga czasów po II wojnie światowej. Wówczas rozpowszechnioną formą organizacyjną na świecie stała się grupa kapitałowa²⁶⁶. Pod koniec lat 80. multibiznes zrzeszał średnio 30 odrębnych jednostek biznesowych²⁶⁷. Mimo że od czasu powołania do życia pierwszych struktur multibiznesowych minęły dziesiątki lat, a literatura stawia pytania o konieczność tworzenia tego typu struktur, niejednokrotnie kwestionuje się efekty dywersyfikacji, proponuje alternatywne metody kreowania wartości poprzez wykorzystanie centrów korporacyjnych czy struktur

²⁶⁶ U. Pidun, H. Rubner, M. Kruhler, R. Untiedt, *Corporate Portfolio Management: Theory and Practice*, Journal of Applied Corporate Finance 2011, vol. 23, issue 1, s. 63–76.

²⁶⁷ Tamże, s. 63–76.

opartych na private-equity²⁶⁸, to wciąż domeną przedsiębiorstw, zarówno dużych, jak i małych, jest prowadzenie zróżnicowanych form działalności, obejmujących wiele strategicznych jednostek biznesowych.

Badania przeprowadzone przez Piduna na próbie 1403 spółek wykazują, że obecnie wśród dużych spółek giełdowych 25% posiada 15 zróżnicowanych podmiotów gospodarczych, zaś zdecydowana większość zarządza średnio dziewięcioma²⁶⁹. Nauka o zarządzaniu rozwinęła koncepcję *corporate portfolio management* (CPM), która ma za zadanie wspierać menadżerów przy ocenie działalności jednostek biznesowych, określić ich przyszłe pozycje rynkowe²⁷⁰ oraz budować właściwy z punktu widzenia wartości portfel biznesów w gospodarce ograniczonych zasobów.

Literatura wskazuje wiele definicji zarówno CPM, jak i metod portfelowych, rozumianych różnorodnie ze względu na ich kontekst i zastosowanie w określonym obszarze wiedzy. W naukach o finansach wykorzystywane są portfele papierów wartościowych, w marketingu portfele klientów organizacji, zaś w zarządzaniu strategicznym portfele produktów. *Portfolio management* oznacza: „scentralizowane zarządzanie jednym lub większą liczbą portfeli, w tym identyfikowanie, priorytetyzowanie, autoryzowanie, zarządzanie i kontrolowanie projektów, programów i innych powiązanych prac w celu osiągnięcia określonych strategicznych celów biznesowych”²⁷¹. W kontekście budowania wartości przedsiębiorstwa CPM rozumiane jest jako zarządzanie i koordynowanie grupą zdywersyfikowanych oraz zrównoważonych jednostek biznesowych w taki sposób, by przynosiło to korzyści w postaci wzrostu wartości całej grupy.

Analizując istniejący stan wiedzy dotyczący CPM jako koncepcji wspierającej dążenie do wzrostu wartości przedsiębiorstwa można wskazać dwa zasadnicze kierunki badań:

- metody wynikające z zarządzania strategicznego, w tym badania oparte na cyklu życia biznesu i różne koncepcje macierzy portfelowych;
- metody ukierunkowane na zarządzanie ryzykiem, wśród których można wyróżnić próby zastosowania do multibiznesów koncepcji zarezerwowanych wcześniej do

²⁶⁸ C. Landau, C. Bock, *Value Creation through Vertical Intervention of Corporate Centers in Single Business Units of Unrelated Diversified*, Long Range Planning 2013, vol. 46, issues 1–2, s. 97–124.

²⁶⁹ U. Pidun, H. Rubner, M. Kruhler, R. Untiedt, dz. cyt., s. 63–76.

²⁷⁰ S. Antczak, *Metody portfelowe w planowaniu strategicznym jednostek biznesu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo- Humanistycznego w Siedlcach 2010, nr 87, s. 68–82.

²⁷¹ Portfolio Management Institute 2013, <http://www.pminstitute.org>. (dostęp: 14.07.2018).

zarządzania portfelem papierów wartościowych, metody zmierzające do pomiaru ryzyka na poziomie SBU, metody symulacyjne.

R.W. Griffin²⁷², definiując cykl życia produktu, przedstawia zmieniającą się sytuację finansową jednostki biznesowej w czasie, przechodząc przez cztery kluczowe etapy: wprowadzenie, wzrost, dojrzałość i schyłek. Analiza każdej fazy, w szczególności jej gotówkowych konsekwencji, pozwala na dopasowanie odpowiedniej strategii, zapewniającej rozwój przedsiębiorstwa. Ustalenie, w jakiej fazie znajduje się przedsiębiorstwo, poprawia jakość zarządzania oraz umożliwia przeciwstawianie się skutkom cykli koniunkturalnych²⁷³.

Wśród metod portfelowych należy wskazać przede wszystkim macierz BCG²⁷⁴, która bezpośrednio nawiązuje do faz cyklu życia produktu. Jest to jedna z najpopularniejszych i powszechnie stosowanych technik oceny jednostek biznesowych. Równie popularna macierz McKinseya (atrakcyjności przemysłu) wykorzystywana jest przede wszystkim przez koncerny farmaceutyczne do oceny projektów w portfelu²⁷⁵. Inne popularne koncepcje to macierz ADL²⁷⁶, która uwzględnia udział biznesu w rynku, fazy życia i zachodzące pomiędzy nimi relacje, oraz – opracowana znacznie później – macierz strategii finansowej, koncentrująca się na miarach wartości i zorientowaniu przedsiębiorstwa na jej kreowaniu²⁷⁷.

Wśród narzędzi CPM odnajdujemy w literaturze wiele metod opartych na zarządzaniu ryzykiem. Liczni autorzy zwracają uwagę na konieczność dekompozycji przedsiębiorstwa na odrębne jednostki biznesowe i indywidualny pomiar ryzyka każdej z nich. Martin i Titman²⁷⁸ wykazują, że zastosowanie wielu stóp dyskontowych, dostosowanych do poziomu ryzyka, wpływa znacząco na lepszą alokację zasobów pieniężnych. Wśród metod pomiaru ryzyka SBU najczęściej znajdują zastosowanie

²⁷² R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, wyd. PWN, Warszawa 2004, s. 258.

²⁷³ A. Dziukevicius, J. Vetrov, *Investment Portfolio Management Using the Business Cycle Approach*, Business: Theory and Practice 2013, vol. 14, no. 1, s. 58–63.

²⁷⁴ J.A. Seeger, *Reversing the Images of BCG's growth share matrix*, Strategic Management Journal 1984, vol. 5, issue 1, s. 93–97.

²⁷⁵ K.M. Bode-Greuel, K.J. Nickisch, *Value-Driven Project and Portfolio Management in the Pharmaceutical Industry: Drug Discovery versus Drug Development- Commonalities and Differences in Portfolio Management Practice*, Journal of Commercial Biotechnology 2008, vol. 14, no. 4, s. 307–325.

²⁷⁶ C.W. Hofer, D. Schendel, *Strategy formulation: Analytical concepts*, West Publishing Company, St. Paul 1978.

²⁷⁷ G. Hawawini, C. Viallet, dz. cyt.

²⁷⁸ J. Martin, S. Titman, *Single vs. Multiple Discount Rates: How to Limit „Influence Costs” in the Capital Allocation Process*, Journal of Applied Corporate Finance 2008, vol. 20, issue 2, s. 79–83.

modyfikacje modelu CAPM²⁷⁹, model 3FM²⁸⁰. Estrada²⁸¹ szacuje poziom ryzyka spółki, a tym samym zapewnia bardziej wiarygodne obliczenie zwrotu z danego składnika aktywów, uwzględniając wielkość spółki oraz relację kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej. Wśród najczęściej stosowanych metod zarządzania ryzykiem stosowanych w CPM należy wskazać modele oparte na koncepcji Markowitza²⁸², VaR²⁸³ czy symulacjach typu Monte Carlo²⁸⁴. Żadna ze wskazanych metod stosowanych w obszarze CPM nie wskazuje konkretnych rozwiązań doboru inwestycji, a zwłaszcza nie formułuje tez, jak identyfikować migrację wartości oraz jak lokować kapitał tam, gdzie jest jej przyływ, oraz wycofywać go w obszarach, gdzie jest jej odpływ.

Pomimo dużego zainteresowania zarówno badaczy, jak i praktyków CPM należy wskazać także, że nurt ten spotkał się z falą krytyki badawczej. Kwestionowano zasadność metod portfelowych, wskazując, że przyczyniały się do upraszczania trudnych decyzji strategicznych, przez co narażały multibiznesy na znacznie większe ryzyko²⁸⁵. Zwrócono również uwagę na pomijanie niektórych kryteriów oceny jednostek biznesowych. Sporządzane na podstawie metod portfelowych analizy i rekomendacje nie odzwierciedlały realnych wyników firmy²⁸⁶. Budowanie portfela opartego na błędnych informacjach stanowi poważne zagrożenie dla grupy kapitałowej i może wpłynąć np. na pogorszenie płynności finansowej. Krytykowano również nieprawidłowe stosowanie narzędzi oceny CPM przez menedżerów, którzy manipulowali wynikiem finansowym spółki w taki sposób, aby jej parametry wyglądały znacznie bardziej atrakcyjnie niż w rzeczywistości²⁸⁷. Badacze podważają również przydatność macierzy BCG oraz cyklu życia produktu. W badaniach i przeprowadzonym dowodzie wykazano, że rzeczywiste zastosowanie macierzy BCG

²⁷⁹ U. Bhattacharya, N. Galpin, *The Global Rise of the Value- Weighted Portfolio*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 2011, vol. 46, no. 3, s. 737–756.

²⁸⁰ J. Estrada, *The Three-Factor Model: A Practitioner's Guide*, Journal of Applied Corporate Finance 2011, vol. 23, issue 2, s. 77–84.

²⁸¹ Tamże.

²⁸² A.V. Rutkauskas, I. Lapinskaite-Vvohlfahrt, V. Stasytyte, *Marketing Portfolio Management in a Spectrum of Marketing Assets Interaction to Maximize Holder's Utility*, Economics of Engineering Decisions 2011, vol. 22, no. 5, s. 485–493.

²⁸³ F. Serban, V. Stefanescu, M. Ferrara, *Portfolio Optimization and Building of its Efficient Frontier*, Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research 2011, s. 125–137.

²⁸⁴ D.B. Hertz, *Investment Policies That Pay Off*, Harvard Business Review 1968, vol. 46(1), s. 96–108.

²⁸⁵ U. Pidun, H. Rubner, M. Kruhler, R. Untiedt, dz. cyt., s. 63–76.

²⁸⁶ M. Goold, A. Campbell, M. Alexander, *Corporate Strategy and Parenting Theory*, Long Range Planning 1998, vol. 31, no. 2, s. 308–314.

²⁸⁷ U. Pidun, H. Rubner, M. Kruhler, R. Untiedt, dz. cyt., s. 63–76.

oraz wiedza na temat tej koncepcji mają tendencję wprowadzania menedżera w błąd i przyczyniają się do podejmowania błędnych decyzji²⁸⁸.

Pomimo długiej historii badań i wskazanych głosów krytyki CPM wydaje się wciąż jednym z najważniejszych i bardzo aktualnych koncepcji zarządzania. Badania ankietowe przeprowadzone przez Piduna wskazują, że aż 60% firm podejmuje działania integracji CPM z planowaniem finansowym, natomiast 40% dezinwestycji i 23% akwizycji to wynik analiz CPM²⁸⁹. Sondaże PMI przeprowadzone w 2012 roku wykazały, że 53% ankietowanych spółek stosuje CPM niezależnie od branży²⁹⁰. Te same badania wykazały, że jedynie 5% przedsiębiorstw nie korzysta z technik oraz narzędzi CPM do zarządzania przedsiębiorstwem. Jednocześnie można powołać badania, które wskazują, że CPM podnosi jakość i efekty zarządzania. Badania prowadzone przez PWC wskazują, że wśród spółek, które wdrożyły metody CPM realizacja projektów inwestycyjnych na czas zwiększyła się o 36%, prawdopodobieństwo przekroczenia budżetu zmniejszyło się o 19%, osiągnięcie głównych celów strategicznych spółki wzrosło o 18%, a możliwość osiągnięcia większej wartości ROI również wzrosła o 36%²⁹¹.

Znaczna część największych przedsiębiorstw (59%) ankietowanych w badaniach PMI jako zasadniczy cel stosowania CPM wskazuje kreowanie długoterminowej wartości dla akcjonariuszy²⁹². Wzrost wartości wydaje się najważniejszym zadaniem dla CPM. Bode-Gruel i Nickisch²⁹³ wykazują, że zarządzanie portfelem maksymalizuje wartość przedsiębiorstwa poprzez odpowiednią alokację zasobów. Budowanie portfeli pozwala również na osiąganie głównych celów korporacyjnych i kreowanie wartości dla akcjonariuszy²⁹⁴. Przedsiębiorstwa upatrują w koncepcji CPM źródeł wsparcia decyzji inwestycyjnych i odpowiedzi na pytanie, w jakie jednostki biznesowe należy zainwestować, by osiągnąć wzrost wartości. Wybór przedsiębiorstw to główne kryterium zainteresowania CPM dla 89% przedsiębiorstw, z czego 78% z nich preferuje stosowanie kryteriów ilościowych²⁹⁵. Badania PMI²⁹⁶ wskazują także, że

²⁸⁸ M. Nippa, U. Pidun, H. Rubner, *Corporate Portfolio Management: Appraising Four Decades of Academic Research*, The Academy of Management Perspectives 2011, vol. 25(4), s. 50–66.

²⁸⁹ U. Pidun, H. Rubner, M. Kruhler, R. Untiedt, dz. cyt., s. 63–76.

²⁹⁰ Portfolio Management Institute 2013, <http://www.pminstitute.org>. (dostęp: 19.09.2018).

²⁹¹ Tamże.

²⁹² Tamże.

²⁹³ K.M. Bode-Greuel, K.J. Nickisch, dz. cyt., s. 307–325.

²⁹⁴ D. Smith, R. Sonnenblick, *From Budget- Based to Strategy- Based Portfolio Management: A Six- Year Case Study*, Research Technology Management 2013, Vol. 56, No. 5 s. 45-51 [17]
[SEP]

²⁹⁵ U. Pidun, H. Rubner, M. Kruhler, R. Untiedt, dz. cyt., s. 63–76.

45% przedsiębiorstw upatruje w CPM drogi do zwiększania wartości ROI. CPM staje się również bardzo ważnym elementem zarządzania przedsiębiorstwem w czasach kryzysu. Jak wykazują Dziekevicus i Vetrov, może wspierać przewyższanie skutków cykli koniunkturalnych, które narażają firmy na niestabilność finansową, jak i na utratę płynności²⁹⁷. Ponadto CPM wykorzystywane jest jako narzędzie wspierające kształtowanie decyzji w obszarze fuzji i przejęć. Wiele badań dotyczy także zastosowania CPM w specyficznym środowisku. Bode-Greuel i Nickisch wskazują, że przedsiębiorstwa farmaceutyczne tworzą portfele z innowacyjnych jednostek, ukierunkowane na opracowywanie i rozwijanie nowych leków, i proponują narzędzia maksymalizowania wartości projektów z obszaru R&D. Wśród innych niż kreowanie wartości celów CPM można wskazać: wzrost satysfakcji klienta (79% spółek), redukcja kosztów (59%)²⁹⁸.

Przywoływane badania z jednej strony potwierdzają bardzo duże zainteresowanie CPM ze strony praktyki gospodarczej, lecz jednocześnie wskazują na brak odpowiednich narzędzi analitycznych, technik zarządczych, wiedzy, które wpłynęłyby na poprawę skuteczności i jakości zarządzania portfelem. Ponadto nie poruszają jednego z istotnych obszarów, jakim są procesy migracji wartości, a w szczególności definiowanie koncepcji i narzędzi umożliwiających ich zrozumienie. Badania Lestera obrazują skalę problemu. Zaledwie 21% analizowanych portfeli zostało określonych jako struktury o wysokiej wartości dla przedsiębiorstwa, jedynie 25% menadżerów deklaruje, że potrafi skutecznie wybierać priorytety inwestycyjne i oceniać spółki, aż 75% przedsiębiorstw posiada zbyt wiele jednostek biznesowych w portfelu w stosunku do dostępnych środków na finansowanie ich rozwoju. Pomimo lat badań nad CPM w literaturze i praktyce zarządzania pojawia się pogląd, że nie istnieją jasne narzędzia, metody i miary wspierające ocenę jednostek biznesowych oraz zarządzanie portfelem. Menedżerowie, którzy zajmują się budową portfeli, czują rozczarowanie, ponieważ efekty pozostają niezadowolające w stosunku do pracy i wysiłku intelektualnego wkładanego w stosowanie tych metod²⁹⁹. Brakuje wskaźników oceny spółek, metryk oraz instrumentów sprzyjających skuteczniejszemu zarządzaniu portfelem. Dla przykładu, Bruner wskazuje, że General Electric stosuje ponad 600 różnych miar oceny

²⁹⁶ Portfolio Management Institute 2013, <http://www.pminstitute.org>. (dostęp: 19.09.2018)

²⁹⁷ A. Dziekevicus, J. Vetrov, *Investment...*, dz. cyt., s. 58–63.

²⁹⁸ Portfolio Management Institute 2013, <http://www.pminstitute.org>. (dostęp: 19.09.2018).

²⁹⁹ U. Pidun, H. Rubner, M. Kruhler, R. Untiedt, dz. cyt., s. 63–76.

przedsiębiorstw³⁰⁰. Muller³⁰¹ zwraca uwagę na brak wystarczających narzędzi ilościowych i jasnych algorytmów działania w obszarze CPM oraz że dotychczasowe osiągnięcia w tej dziedzinie nie przynoszą oczekiwanych rezultatów.

Brak skutecznych metod CPM oraz wskazane ułomności wpływają na jakość pracy menedżerów i podejmowanie przez nich niejednokrotnie nieuzasadnionych decyzji. Bruner wskazuje, że wielu menedżerów sprzedaż spółki traktuje jako osobistą porażkę i przyznaje się do braku kompetencji. Firmy nagradzają pracowników, którzy rozwijają biznesy, brak jest natomiast narzędzi, które wskazywałyby okoliczności, w których sprzedaż przedsiębiorstw może kreować wartość przedsiębiorstwa. W efekcie w portfelach utrzymywane są jednostki biznesowe powodujące niszczenie wartości, a właściwe momenty na dezinwestycje są przegapiane³⁰². Panuje powszechna niechęć do sprzedawania jednostek biznesowych. W efekcie zarządy skupiają się na „reperowaniu” przedsiębiorstw, które są źródłem niszczenia wartości, zamiast od razu wycofywać z nich kapitał³⁰³. Przyczyny takiego stanu rzeczy można upatrywać w braku narzędzi pozwalających na rzetelne raportowanie informacji na temat spółek, narzędzi pomiaru ich zdolności do generowania wartości.

Wobec istniejącego stanu wiedzy i licznych nierozwiązanych problemów dalsze poszukiwanie metod wspierających CPM wydaje się koniecznością i sprawą priorytetową. Multibiznes jest nadal najpopularniejszą formą działalności³⁰⁴ i narzędziem kreowania wartości, a istniejące narzędzia wydają się niewystarczające. Konieczne staje się dalsze poszukiwanie metod i miar wspierających ocenę jednostek biznesowych i zarządzanie portfelem. Sformułowanie kryteriów doboru spółek do portfela inwestycyjnego, ocena potencjału wzrostu wartości przedsiębiorstw, kryteria doboru strategii portfelowej, identyfikowanie przesłanek skłaniających do poszukiwania możliwości strategicznego aliansu lub przyjęcia strategii dezinwestycji wydają się zagadnieniami wartymi naukowej eksploracji. Potrzebne są metody algorytmiczne i ilościowe, które będą wspierały systemowe raportowanie oraz wskażą jasne kryteria

³⁰⁰ J. Green, Panelists: R. Bruner, R. Pozen, A. Madden, A. Stockburger, A. Forbes, S. Munger, D. Chew, *Corporate Portfolio Management Roundtable*, Journal of Applied Corporate Finance 2008, vol. 20, no. 2, s. 8–31.

³⁰¹ R. Muller, M. Martinsuo, T. Blomquist, *Project Portfolio Control and Portfolio Management Performance in Different Contexts*, Project Management Journal 2008, vol. 39, no. 3, s. 28–42.

³⁰² J. Green, Panelists: R. Bruner, R. Pozen, A. Madden, A. Stockburger, A. Forbes, S. Munger, D. Chew, dz. cyt., s. 8–31.

³⁰³ M. Nippa, U. Pidun, H. Rubner, dz. cyt., s. 50–66.

³⁰⁴ C. Landau, C. Bock, *Value Creation...*, dz. cyt., s. 97–124.

podejmowania odpowiednich decyzji z punktu widzenia wartości i jej procesu przemieszczania się.

Propozycją narzędzia wspierającego pomiar procesów migracji wartości w obszarze CPM jest ilościowy model formułowania strategii dla jednostki biznesowej, zarządzania portfelem przedsiębiorstw³⁰⁵. Przy jego budowie przyjęto założenie, że celem spółki jest dążenie do maksymalizacji wartości. Oznacza to również stabilizację pozycji spółki w fazie przyływu wartości w długim horyzoncie czasowym. Wartość jest tworzona na poziomie najmniejszych decyzji menadżerskich, dlatego wartość przedsiębiorstwa będzie uzależniona od zdolności do budowania wartości poszczególnych jednostek biznesowych. Jako główne narzędzie formułowania wniosków posłużono się modelem minimalnej marży kreowania wartości (MVCR) opracowanym przez M. Kowalskiego i K. Świderskiego³⁰⁶.

Z punktu widzenia badania procesów migracji wartości doskonalenie i budowanie odpowiednich algorytmów wspierających budowę portfela biznesów wydaje się kluczowe z dwóch powodów. Po pierwsze, wpłynęłoby to na lepsze zrozumienie zjawiska migracji wartości. Po drugie, uwzględnienie tego zjawiska w ocenach efektywności budowania wartości dodatkowej pozwoliłoby na skuteczniejsze alokowanie kapitału inwestycyjnego.

Warto zauważyć, że fazy cyklu życia produktu oraz pola macierzy BCG znajdują swoje odzwierciedlenie w 3 fazach migracji wartości: odpływu, przyływu i stabilizacji. Zatem tworzenie ilościowych miar, za pomocą których można by zaklasyfikować sektor lub spółkę do jednej z trzech faz, lub zbudowanie mapy migracji wartości dla wybranych podmiotów mogłyby się przyczynić do wspierania procesu decyzji menadżerskich, w połączeniu z innymi koncepcjami.

2.5. Metody pomiaru zjawiska migracji wartości

Literatura przedmiotu wskazuje dwa podejścia w pomiarze procesów migracji przedsiębiorstw³⁰⁷. Pierwsze z nich, ujęcie mikroekonomiczne, koncentruje się na analizach i ocenach wspierających zarządzanie strategiczne, dotyczące fluktuacji wartości w obrębie jednej spółki. Z kolei drugie, ujęcie makroekonomiczne, zakłada

³⁰⁵ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, dz. cyt., s. 97–121.

³⁰⁶ M. Kowalski, M. Świderski, *Wpływ wzrostu sprzedaży na wartość przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 252, Wrocław 2012, s. 248–262.

³⁰⁷ D. Siudak, *Analiza jednokierunkowej migracji wartości*, Studia Ekonomiczne nr 3, Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk, Warszawa 2013, s. 482.

analizę migracji wartości z perspektywy funkcjonowania mechanizmów rynkowych, a w szczególności alokacji kapitału w różne podmioty gospodarcze. W niniejszym podrozdziale, na podstawie przeprowadzonych studiów literaturowych, autor dokonał charakterystyki narzędzi i miar, umożliwiających pomiar zjawiska migracji wartości, zaprezentował zróżnicowane kryteria klasyfikacji przedsiębiorstw do poszczególnych faz migracji wartości, jak również przedstawił modele koncepcyjne, opisujące migrację wartości, w tym jej fazy.

Ze względu na brak opracowań naukowych i badań empirycznych dotyczących sposobów pomiaru migracji wartości oraz rozwijania metod ilościowych w tym obszarze autor w głównej mierze oparł się na dokonaniach Dariusza Siudaka i zaprezentował stosowane przez niego metody służące lepszemu zrozumieniu zjawiska migracji wartości.

2.5.1. Model trzech faz migracji wartości

Model trzech faz migracji wartości³⁰⁸ zaproponowany przez A. Slywotzky'ego jest jedną z nielicznych opracowanych i opublikowanych metod pomiaru zjawiska migracji wartości występujących w literaturze. Fundamentem modelu jest założenie, że przedsiębiorstwo bądź sektor może znajdować się w jednej z trzech faz migracji:

- fazie przyływu wartości;
- fazie stabilizacji wartości;
- fazie odpływu wartości.

W tabeli 4 zamieszczono charakterystykę każdej z faz wyodrębnionych przez Slywotzky'ego.

³⁰⁸ A.J. Slywotzky, *Value...*, dz. cyt.

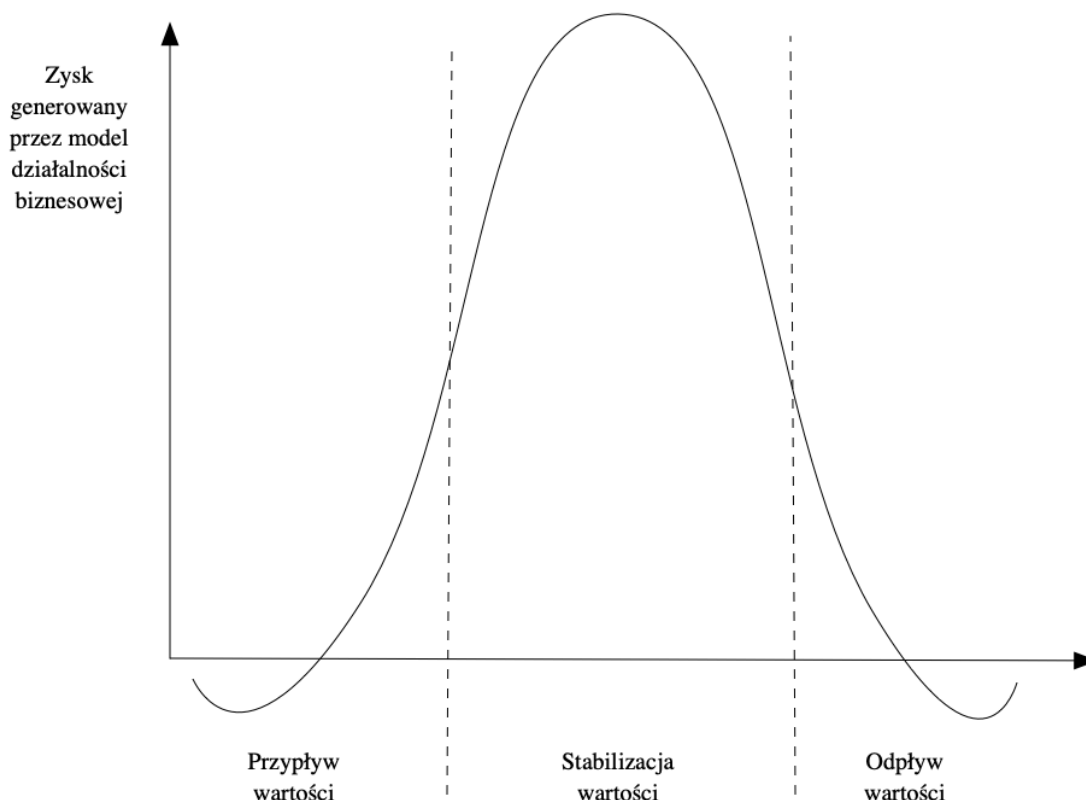
Tabela 4. Charakterystyka faz migracji wartości

Faza migracji wartości	Opis fazy
Faza przyływu wartości	W tej fazie dochodzi do zwiększenia przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, przejawiającej się we wzroście dynamiki sprzedaży i uzyskiwanych przychodów. Spółki posiadają również dodatnie saldo migracji wartości ³⁰⁹ , co oznacza przemieszczanie się wartości z przestarzałych modeli biznesu (faza odpływu wartości) do atrakcyjniejszych. Zjawisko to stwarza warunki dla inwestorów do alokowania posiadanego przez nich kapitału inwestycyjnego.
Faza stabilizacji wartości	Przedsiębiorstwa zaliczane do tej fazy cechuje stała, utrzymująca się na równym poziomie stopa zwrotu z inwestycji, tempo wzrostu, rozumiane jako dynamika sprzedaży, oraz uzyskiwane przychody w długim horyzoncie czasowym. Wyniki finansowe uzyskiwane przez jednostkę biznesową nie są na tyle znaczące, by stymulować odpływ, jak również przyływ wartości.
Faza odpływu wartości	Spółki i sektory zaklasyfikowane do tej fazy charakteryzuje spadek atrakcyjności ekonomicznej oraz utrata konkurencyjności względem innych podmiotów. Relatywnie niska dynamika sprzedaży, w tym przychody, wpływają na niski poziom rentowności z zainwestowanego kapitału, co w konsekwencji skutkuje odpływem siły nabywczej klientów. W wyniku przestarzałego modelu biznesowego następuje wycofanie kapitału przez inwestorów i jego relokacja w atrakcyjniejsze jednostki biznesowe, wykazujące potencjał w długofalowym kreowaniu wartości dla akcjonariuszy. Warto podkreślić, że wartość rynkowa przedsiębiorstw znajdujących się w tej fazie migracji ulega destrukcji.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie D. Siudak, *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 52.

Punktem wyjścia w modelu trzech faz opracowanym przez Sływotzky'ego jest krzywa zysku generowanego przez jednostkę biznesową w określonym przedziale czasowym. Rysunek 8 przedstawia schematyczne ujęcie koncepcji autora.

³⁰⁹ Saldo migracji wartości może przyjmować wartości dodatnie lub ujemne. Nadwyżka rynkowej wartości kapitału własnego ponad wartość księgową przedsiębiorstwa oznacza przyływ wartości do przedsiębiorstwa z innych przedsiębiorstw. Wówczas spółka osiąga dodatnie skumulowane saldo migracji wartości. Równocześnie może nastąpić sytuacja odwrotna, w której dojdzie do odpływu wartości przedsiębiorstwa, w wyniku nadwyżki księgowej wartości netto nad rynkową wartością kapitału własnego.



Rysunek 8. Model koncepcyjny przepływu wartości pomiędzy jej fazami

Źródło: A.J. Slywotzky, *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts 1996, s. 49.

Podstawowymi zmiennymi analizowanego modelu są zysk ekonomiczny oraz horyzont czasowy. Budowa modelu opartego na zysku ekonomicznym, który jest jednym z wielu parametrów kreowania wartości, wydaje się nieuzasadniona, ponieważ może okazać się on niewystarczający do realnego zobrazowania przepływu wartości. Oba parametry charakteryzują wielkość przepływu wartości w poszczególnej fazie, który zachodzi w określonym przedziale czasowym. Należy podkreślić, że w zależności od sektora oraz podstawowej działalności gospodarczej analizowanego przedsiębiorstwa zarówno krzywa generowanego zysku, jak i sam wygląd modelu (przejścia pomiędzy fazami migracji wartości) wykazują zróżnicowanie. W praktyce oznacza to jednostkową analizę każdego modelu biznesu, który przyływu lub odpływu wartości będzie odnotowywać w odmiennym horyzoncie czasowym i może wykazywać dużą niestabilność migracji wartości w czasie, rozumianą jako częstotliwość poruszania się pomiędzy trzema wskazanymi fazami. W tym miejscu należy odwołać się do cyklu życia wg Griffina oraz macierzy BCG w kontekście zmian zachodzących na rynkach finansowych, rozumianych jako fluktuacja wartości pomiędzy sektorami

gospodarczymi oraz podmiotami jednostkowymi, które je tworzą. Analizując metody portfelowe, czyli takie, które potencjalnie pozwalają określić zdolność spółki i sektora do kreowania wartości, można dostrzec wyraźną analogię modelowego ujęcia migracji wartości prezentowanej przez Slywotzky'ego a cyklem życia produktu (w tym przypadku jednostki biznesowej) i macierzą BCG.

Macierz BCG, opracowana w drugiej połowie XX w. przez pracowników Boston Consulting Group, stała się nowatorską metodą oceny i identyfikacji poszczególnych produktów. W ocenie atrakcyjności potencjalnych biznesów za pomocą macierzy BCG istotne jest określenie ich względnego udziału w rynku oraz tempa wzrostu rynku wyrażonego w procentach. Przy dobieraniu elementów portfela należy zwrócić uwagę na charakterystykę każdego pola macierzy.

„Gwiazdy” reprezentują jednostki biznesowe o wysokim potencjale rozwoju. Ich udział w rynku ciągle rośnie, dlatego też istnieje duże prawdopodobieństwo, że przeobrażą się w „dojne krowy”. Wymagają przeznaczenia dużych środków finansowych na inwestowanie zarówno w kapitał obrotowy, jak i aktywa trwałe. W celu finansowania takich jednostek biznesowych firmy bardzo często wykorzystują przepływy pieniężne np. „dojnych krów”, które znacząco wpływają na budowanie wartości oraz charakteryzują się wysoką stopą zwrotu i niskimi nakładami inwestycyjnymi. W niektórych przypadkach utrzymywanie „gwiazd”, a konkretnie ich konkurencyjnej pozycji na rynku, jest dla przedsiębiorstw rzeczą bardzo kosztowną. Wpływa to zarówno na obniżenie atrakcyjności całego portfela, jak i ma negatywny skutek na niwelowanie obecnej wartości przedsiębiorstwa.

„Dojne krowy” to grupa biznesów charakteryzująca się bardzo wysoką rentownością. Generowane przez nie wartości wolnych przepływów pieniężnych są zazwyczaj bardzo wysokie, dzięki czemu możliwe staje się finansowanie innych spółek wchodzących w skład portfela. Ich pozycja rynkowa jest na tyle stabilna, że nie wymagają dużych ingerencji inwestycyjnych w kapitał pracujący oraz środki trwałe. Wypracowywane przez przepływy gotówkowe kreują wartość przedsiębiorstwa poprzez jej wzrost. Należy jednak pamiętać, że „dojne krowy” to biznesy z obniżającą się stopą wzrostu. W momencie wyraźnego jej spadku biznes zacznie tracić swój udział w rynku, co będzie oznaczać zwiększenie nakładów inwestycyjnych w kapitał obrotowy oraz aktywa trwałe. Należy umiejętnie oszacować, czy operacje finansowe przyniosą przedsiębiorstwu korzyści w postaci zwiększenia wartości oraz czy działalność biznesu realizuje główny zamysł strategiczny, jakim jest budowanie wartości. W tym celu

wykorzystuje się również marżę graniczną³¹⁰, która pomoże określić, jaka powinna być minimalna marża zysku operacyjnego, by wartość przedsiębiorstwa nadal rosła.

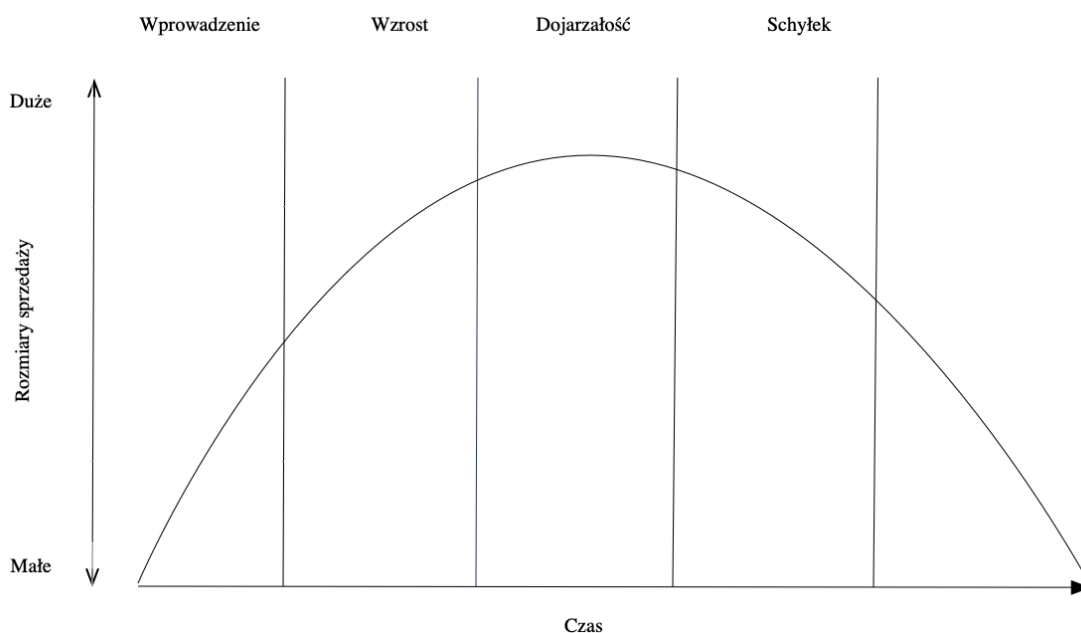
„Znaki zapytania” to grupa biznesów, która nie posiada znaczącego udziału w rynku. Wymagają dużych inwestycji w kapitał pracujący, jak i w środki trwałe. Przy relatywnie niskich stopach zwrotu koszt zainwestowanego kapitału przewyższa zysk, dlatego też skutkuje to podjęciem decyzji, czy nadal inwestować w ten biznes. W przedsiębiorstwach, których głównym celem jest kreowanie wartości dla akcjonariuszy, zbyt długie utrzymywanie takiej jednostki biznesowej może przyczynić się do obniżenia wartości, natomiast jeżeli spółka posiada potencjał i zmieni się w „dojną krowę”, przyniesie firmie dużo korzyści oraz zapewni większą dynamikę rozwoju.

„Psy” są jednostkami biznesowymi całkowicie nieopłacalnymi z punktu widzenia zarządu grupy kapitałowej. Generowane przez nie wolne przepływy gotówkowe nie osiągają wartości dodatnich, co przyczynia się do destrukcji obecnej wartości przedsiębiorstwa. Należy wykluczać takie biznesy z portfela i przeznaczać środki inwestycyjne do innych spółek. „Psy” charakteryzują się bardzo niskim tempem wzrostu oraz niską pozycją rynkową. Dodatkowo koszt zainwestowanego kapitału przewyższa w znaczącym stopniu osiągnane przez nie zyski. Jest to najgorsze położenie biznesu na macierzy BCG.

Metoda portfelowa oparta na macierzy BCG oraz koncepcyjny model trzech faz Slywotzky’ego są ściśle związane z cyklem życia produktu. Rodzaje biznesów zawarte w macierzy posiadają swoje odpowiedniki w postaci określonej fazy. Cykl życia produktu jest schematem obrazującym zmieniającą się wielkość sprzedaży biznesu, który zmienia się czasie, przechodząc przez cztery kluczowe etapy³¹¹. Rozumienie znaczenia każdej fazy pozwala na dopasowanie odpowiedniej strategii, zapewniającej rozwój przedsiębiorstwa. Rysunek 9 przedstawia schematyczny cykl życia produktu.

³¹⁰ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value...*, dz. cyt., s. 60.

³¹¹ R.W. Griffin, dz. cyt., s. 258.



Rysunek 9. Cykl życia produktu

Źródło: R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, wyd. PWN, Warszawa 2004, s. 259.

Pierwsza faza wprowadzenia na rynek odpowiada „znakom zapytania” z macierzy BCG. Na tym etapie istnieje wiele niewiadomych, które mogą zaważyć na odniesieniu sukcesu przez biznes. Menedżerowie koncentrują swoje działania na osiągnięciu wzrostu sprzedaży i zdobyciu większych udziałów w rynku.

Wzrost, czyli druga faza, jest odpowiednikiem „gwiazd”. Biznesy zaliczane do tej kategorii cechują się dużym potencjałem. W fazie wzrostu widać wyraźny przyrost sprzedaży w stosunku do poprzedniego okresu. Jednak spółka nie posiada jeszcze ugruntowanej pozycji rynkowej, przez co może okazać się za mało atrakcyjna w stosunku do konkurentów i zostać wypchnięta z rynku.

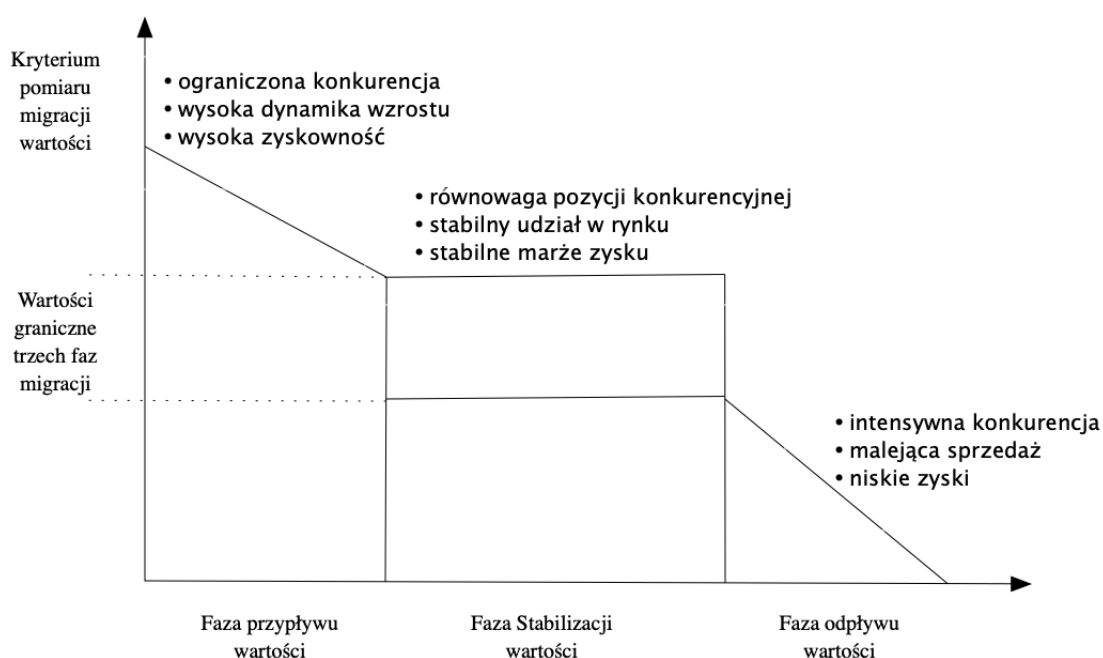
Trzecia faza to dojrzałość. Jej odpowiednikiem są „dojne krowy”, biznesy osiągające maksymalną wartość sprzedaży. Ich koszt utrzymania jest znacznie niższy w poprzednich cyklach oraz przepływy środków pieniężnych zapewniają wysokie marże przedsiębiorstwu. W tej fazie rozpoczyna się etap stagnacji biznesu.

Ostatnim etapem cyklu życia produktu jest schyłek. Zaliczają się do niego „psy”, jednostki biznesowe osiągające coraz mniejszą wartość sprzedaży. Może to być spowodowane spadkiem popytu na wytwarzany produkt lub usługę albo technologię.

Zaprezentowane metody portfelowe, ich koncepcyjne podejście, znajdują swoje odzwierciedlenie w modelu trzech faz migracji wartości opracowanym przez Słwotzky’ego. Przechodzenie spółki lub sektora z fazy odpływu wartości, przez jej stabilizację oraz przyływ stanowi o cyklu życia zachodzącym na rynku finansowym.

Jest on widoczny zwłaszcza w długim przedziale czasowym, którego główną cechą stanowi niestabilność, ponieważ proces „wędrowki” po mapie kreowania wartości zmienia się dynamicznie w czasie. Zjawisko determinują zmiany okresowych wyników finansowych przedsiębiorstwa i sektora, wyrażone poprzez nośniki wartości.

Oprócz wyodrębnienia i dokonania charakterystyki trzech faz migracji wartości oraz zbudowania modelu krzywej koncepcyjnej generowanego zysku Slywotzky opracował również model trzech faz migracji wartości w ujęciu graficznym, definiującym właściwości wskazanych przez siebie faz.



Rysunek 10. Model trzech faz migracji wartości

Źródło: A.J. Slywotzky, *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business, School Press, Boston, Massachusetts 1996, s. 50.

Istotnym elementem modelu jest dobór kryterium kwalifikującego przedsiębiorstwa do jednej z trzech faz. Autor koncepcji³¹² przyjmuje miarę wyrażoną ilorazem wartości rynkowej do przychodów ze sprzedaży. W dalszej części utożsamia pojęcie wartości rynkowej MV z całkowitą kapitalizacją przedsiębiorstwa, czyli wartości rynkowej brutto, rozumianej jako suma wartości rynkowej kapitału własnego i wartości zobowiązań długoterminowych.

³¹² A.J. Slywotzky, *Value...*, dz. cyt., s. 299.

$$\text{Miara migracji wartości Slywotzky'ego} = \frac{\text{wartość rynkowa brutto}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \quad (12)$$

Źródło: A.J. Slywotzky, *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business, School Press, Boston, Massachusetts 1996, s. 50.

Prezentowana metoda pomiaru wg Slywotzky'ego opiera się na wartości rynkowej, którą autor traktuje jako: „siłę modelu działalności biznesowej do kreowania i przechwytywania wartości”³¹³. Opisując miernik, stwierdza, że wartość rynkową należy rozumieć jako wynik całkowitej kapitalizacji. W monografii Dariusza Siudaka pada uwaga pod adresem innych autorów, którzy wykorzystując model trzech faz, ignorują kwestię rodzaju wartości rynkowej, nie rozgraniczając jej na wartość rynkową brutto i netto³¹⁴. Zdaniem autora stanowi to poważny błąd, ponieważ obie miary znacząco różnią się od siebie. Wartość rynkowa brutto i netto są równoważne w sytuacji, gdy w działalność przedsiębiorstwa nie są zaangażowane obce kapitały. Z kolei przychody ze sprzedaży Slywotzky utożsamia z wyrażeniem wielkości przedsiębiorstwa. Proponuje również graniczne wielkości narzędzia pomiaru, które pozwalają na zaklasyfikowanie spółek do odpowiedniej fazy migracji wartości. Wyznacza następujące granice³¹⁵:

- fazę przyływu wartości – $(2,0; \infty)$;
- fazę stabilizacji wartości – $\langle 1,0; 2,0 \rangle$;
- fazę odpływu wartości – $\langle 0; 1,0 \rangle$.

Stwierdzenie Slywotzky'ego, że wartość rynkowa stanowi: „miernik siły modelu działalności biznesowej do kreowania i przechwytywania wartości”³¹⁶, wzbudza kontrowersje, a tym samym opracowana przez niego miara. Uzależnienie efektywności narzędzia pomiaru wartości przedsiębiorstwa jedynie od wartości rynkowej okazuje się niewystarczające do precyzyjnego oszacowania możliwości kreowania wartości dodatkowej, bowiem wartość rynkowa nie uwzględnia odniesienia do zainwestowanego kapitału i jest wynikiem oceny rynku kapitałowego oraz oczekiwań inwestorów sprowadzanych do wartości obecnej. Ponadto trudno się zgodzić, że wartość rynkowa, nieuwzględniająca kapitału inwestycyjnego, może posłużyć jako kryterium klasyfikacji

³¹³ Tamże, s. 5.

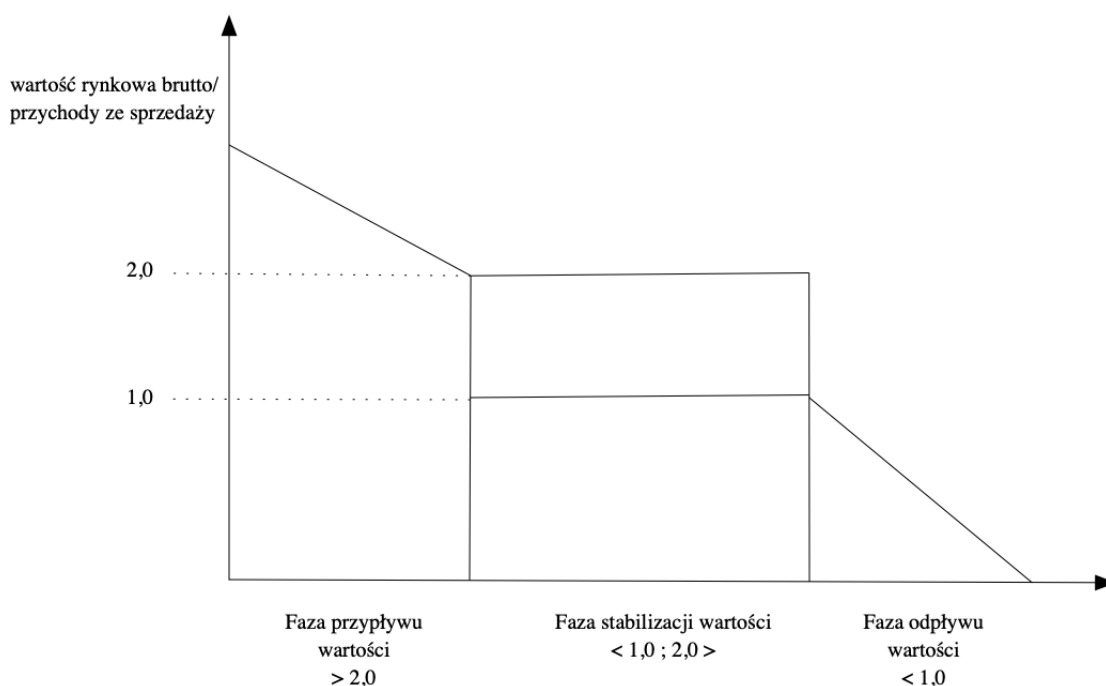
³¹⁴ D. Siudak, *Pomiar...*, dz. cyt., s. 56.

³¹⁵ A.J. Slywotzky, *Value...*, dz. cyt., s. 5–6.

³¹⁶ Tamże, s. 5.

do faz migracji wartości, ponieważ stanowi ona wynik zdolności powielania zaangażowanego majątku przedsiębiorstwa z punktu widzenia rynku kapitałowego. Ujęcie graficzne omawianego narzędzia pomiaru zaprezentowano na rysunku 11.

Miara prezentowana przez Slywotzky'ego wzbudza dużo wątpliwości nie tylko pod względem jej użyteczności w pomiarze migracji wartości, ale przede wszystkim w budowie, przypominając budowę mnożnika wyceny przedsiębiorstwa – kapitałów własnych. Zatem wartość rynkową brutto można utożsamiać z wartością całego przedsiębiorstwa (z ang. *enterprise value*), uwzględniającą poziom zadłużenia, a inaczej sumę wartości rynkowej kapitału własnego (z ang. *equity value*) oraz wartości rynkowej zadłużenia netto. Z kolei *equity value* to wartość rynkowa netto, czyli wartość należąca do właścicieli spółki, a inaczej wartość aktywów netto lub wartość kapitałów własnych.



Rysunek 11. Kryterium pomiaru faz migracji wartości przedsiębiorstw i ich klasyfikacji

Źródło: A.J. Slywotzky, *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business, School Press, Boston, Massachusetts 1996, s. 50.

Wartości graniczne w przyjętej metodzie przez Slywotzky'ego są równie dyskusyjne jak proponowana przez niego miara. Czytając monografię, można odnieść wrażenie, że autor tworząc granice faz migracji wartości, opierał się na swoim wieloletnim doświadczeniu i obserwacjach zawodowych. Slywotzky przyznaje również, że granice migracji wartości są ruchome:

dokładne wartości, które wyznaczają trzy fazy migracji będą się różnić, w zależności od ekonomicznej struktury sektora. Wartości, które używamy (1,0 i 2,0), mają dowiedzioną użyteczność graniczną w wielu sektorach. W niektórych sektorach wykazują strukturalnie niskie marże, normatywne wartości dla faz przyływu, stabilizacji i odpływu mogą się różnić³¹⁷.

W innej części jego pracy można znaleźć informację, że granice migracji wartości należą do przedziału $\langle 0,8; 2,0 \rangle$.

Literatura przedmiotu odnosi się krytycznie do miary proponowanej przez Slywotzky'ego. Negatywna ocena wskaźnika wynika z opinii o sposobie jego zastosowania. Narzędzie może służyć do pomiaru migracji kapitałów w rozumieniu ogólnym. Dariusz Siudak definiuje również inny problem. Autor podkreśla, że skuteczny pomiar migracji wartości powinien opierać się na analizie wielowymiarowej, z zastosowaniem co najmniej dwóch miar przedstawiających realne zmiany wartości rynkowej zachodzące w gospodarce³¹⁸. Z kolei B. Batóg i J. Batóg³¹⁹, na podstawie wskaźnika migracji wartości (VM) wg Slywotzky'ego, przeprowadzili badania obrazujące wpływ czynników determinujących wartość przedsiębiorstw, skupiając się na analizie polskiego rynku kapitałowego. Autorzy wskazali, że metoda odnosi się wyłącznie do obszaru przemieszczania się kapitału lub zasobów finansowych ogółem.

2.5.2. Syntetyczny indeks migracji wartości

Opierając się na koncepcji migracji wartości prezentowanej przez Slywotzky'ego, Dariusz Siudak uzupełnia ją o innowacyjne metody pomiaru, prezentując ekonometryczne i statystyczne narzędzia oraz wyniki badań dla spółek funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym w latach 2002–2006.

Pierwszym narzędziem wykorzystywanym przez Siudaka do pomiaru procesów migracji wartości jest metoda porządkowania liniowego, mająca na celu budowę zmiennej syntetycznej, za pomocą której możliwa jest agregacja wartości zmiennych diagnostycznych opisujących dane zjawisko. W tabeli 5 zaprezentowano konstrukcję syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW.

³¹⁷ Tamże, s. 312.

³¹⁸ D. Siudak, *Pomiar...*, dz. cyt., s. 60.

³¹⁹ B. Batóg, J. Batóg, *Analiza finansowych czynników wzrostu wartości spółek publicznych. Zmienne prognozy na podstawie zmiennych*, Nasz Rynek Kapitałowy 2007, nr 2, s. 194.

Tabela 5. Budowa syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW

Etapy konstrukcji syntetycznego indeksu migracji wartości (SIMW)	Metoda	Proces obliczeniowy
Pomiar migracji wartości	Miernik (stymulanty)	$\text{udział w saldzie migracji gospodarki} = \frac{\Delta MVA_k}{ \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k } \quad (13)$
		$\text{udział w saldzie migracji sektora} = \frac{\Delta MVA_k}{ \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k } \quad (14)$
		zmiana MVA/K $\Delta \left(\frac{MVA}{K} \right) = \left(\frac{MVA}{K} \right) r - \left(\frac{MVA}{K} \right) r - 1 \quad (15)$
System ważenia cech	Współczynnik wagowy	1) udział w saldzie migracji gospodarki – 25%
		2) udział w saldzie migracji sektora – 25%
		3) zmiana MVA/K – 50%
Normalizacja zmiennych diagnostycznych	Przekształcenie ilorazowe	$z_{ij} = \frac{x_{ij}}{\max_i \{x_{ij}\} - \min_i \{x_{ij}\}} \left(\max_i \{x_{ij}\} - \min_i \{x_{ij}\} \neq 0 \right) \quad (16)$ <p>gdzie: z_{ij} – znormalizowana j-ta zmienna diagnostyczna zmiennej dla i-tego obiektu, x_{ij} – oryginalna j-ta zmienna diagnostyczna zmiennej dla i-tego obiektu</p>
Agregacja znormalizowanych zmiennych diagnostycznych	Metoda wzorcowa; odległość euklidesowa	$d_i = \sqrt{\sum_{j=1}^m w_j (z_{ij} - z_{0j})^2} \quad (17)$ <p>gdzie: d_i – zmienna syntetyczna, w_j – współczynniki wagowy ($j = 1, 2, \dots, m$), z_{ij} – znormalizowana wartość j-tej zmiennej diagnostycznej w i-tym obiekcie ($j = 1, 2, \dots, m; i = 1, 2, \dots, n$)</p>
	Wzorzec – dolny biegun rozwoju	$z_{0j} = \min_i \{z_{ij}\} \quad (18)$
Ranking	Sortowanie	uporządkowanie przedsiębiorstw (obiektów) względem zmiennej syntetycznej w sposób nierosnący (większe wartości d_i odpowiadają wyższemu poziomowi migracji wartości)

Źródło: D. Siudak, *Analiza czasu trwania faz procesu migracji wartości przedsiębiorstw*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego nr 326, wyd. UE, Wrocław 2014, s. 244–245.

Konstrukcja syntetycznego indeksu migracji wartości (SIMW) oparta jest na algorytmie umożliwiającym klasyfikację zarówno spółek, jak i sektorów do jednej z trzech faz migracji wartości: fazy przyływu, odpływu i stabilizacji wartości. Fundamentem procesu obliczeniowego jest ustalenie wartości trzech zmiennych diagnostycznych, przyjmujących charakter stymulanty, udziału w saldzie migracji gospodarki, udziału w saldzie migracji sektora oraz zmiany wartości rynkowej w stosunku do wartości księgowej zainwestowanego kapitału w działalność

operacyjną³²⁰. Do każdej z nich autor przypisuje kolejno wagi: 25%, 25% oraz 50%. Merytorycznym uzasadnieniem systemu ważenia cech według autora jest oparcie dwóch pierwszych zmiennych na podobnej formule matematycznej. Saldo odnosi się do sumy zmian wartości rynkowej (MV) wszystkich przedsiębiorstw lub spółek s-tego sektora³²¹. Ostatnia waga, wynosząca 50%, pełni funkcję dopełnienia do 100%. Na dalszym etapie Siudak proponuje normalizację wartości opisanych zmiennych na podstawie przekształcenia ilorazowego³²², wyrażonego wzorem 16 w tabeli 5. Zastosowanie formuły pozwala na normalizowanie wartości dodatnich, ujemnych oraz bliskich zeru. Jak podkreśla Siudak, ma to istotne znaczenie w procesie obliczeniowym, ze względu na możliwość uzyskania właśnie takich wartości zmiennych diagnostycznych. Na końcowym etapie posłużono się metryką Euklidesa, która ustala odległość pomiędzy analizowanymi obiektami a antywzorcem. Na podstawie elementu wzorcowego oraz dolnego bieguna Siudak zbudował wzór zmiennej syntetycznej SIMW, przedstawiony w tabeli 5 (wzór 17). Warto podkreślenia są również wyniki, jakie można uzyskać, opierając się na kalkulacji SIMW. Wartość indeksu nie może być mniejsza od 0 oraz większa od 1, ze względu na charakter jego budowy.

Klasyfikacja przedsiębiorstw wg Siudaka do jednej z trzech faz migracji wartości za pomocą syntetycznego indeksu migracji wartości przyjmuje postać zagregowanej próbki badawczej, wyrażonej jako trójwymiarowa przestrzeń cech. Analogiczne stanowisko przyjmuje Nowak, który podkreśla³²³:

jeżeli należy przeprowadzić podział zbioru obiektów na grupy typologiczne ze względu na poziom zjawiska społeczno-gospodarczego, można zaproponować odmienne podejście klasyfikacyjne, bazujące na tzw. taksonomicznych miernikach rozwoju, zwanych także syntetycznymi miernikami rozwoju.

Siudak wskazuje 5 etapów klasyfikacji spółek do faz migracji wartości³²⁴:

1. uporządkowanie liniowe grupy przedsiębiorstw względem $d_i = SIMW_i$ w sposób nierosnący;

³²⁰ D. Siudak, *Klasyfikacja przedsiębiorstw ze względu na trzy fazy migracji wartości z wykorzystaniem metod porządkowania liniowego*, Przegląd Statystyczny 2013, z. 2, s. 253.

³²¹ Tamże.

³²² K. Kukuła, *Metoda unitaryzacji zerowanej*, wyd. PWN, Warszawa 2000, s. 79.

³²³ E. Nowak, *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, wyd. PWE, Warszawa 1990, s. 85.

³²⁴ D. Siudak, *Pomiar...*, dz. cyt., s. 160–161.

2. obliczenie mediany z wartości zmiennej syntetycznej wektora szeregu wartości miary SIMW;
3. pomniejszenie o medianę d_i każdej wartości j -tej zmiennej syntetycznej SIMW dla grupy przedsiębiorstw oraz przekształcenie różnicy w wartość bezwzględną³²⁵:

$$d'_i = |d_i - \text{Me}_i\{d_i\}| \quad (19)$$

gdzie:

d'_i – przekształcona zmienna syntetyczna d_i ,
 Me – mediana zmiennej syntetycznej d_i .

4. ustalenie wartości progowej do wskazania faz migracji wartości³²⁶:

$$u = \text{Me}_i\{d'_i\} \quad (20)$$

gdzie:

u – wartość progowa.

Na podstawie wzoru 2.2 oraz 2.3 wartość progowa wyrażona jest następującą formułą³²⁷:

$$u = \text{Me}_i |d_i - \text{Me}_i\{d_i\}| \quad (21)$$

5. uszeregowanie grupy przedsiębiorstw w sposób nierosnący względem zmiennej syntetycznej SIMW oraz zestawienie uzyskanych wyników u i d'_i w celu kwalifikacji spółki do fazy migracji wartości.

Siudak wskazuje również trzy zależności, stanowiące wytyczne kwalifikacji przedsiębiorstw do faz migracji wartości. Są to:

1. faza stabilizacji wartości $d'_i > u$,
2. faza przyływu wartości $d'_i \geq u$ oraz $d_i > \text{Me}_i\{d_i\}$,
3. faza odpływu wartości $d'_i \geq u$ oraz $d_i \leq \text{Me}_i\{d_i\}$.

³²⁵ Tamże, s. 160.

³²⁶ Tamże.

³²⁷ Tamże, s. 161.

Propozycja powyższej procedury, a w szczególności wykorzystanie kategorii mediany, formułuje jej dużą zaletę, bowiem mediana „odporna” jest na wartości skrajne, jak również na asymetryczny rozkład empiryczny.

2.5.3. *Miara stopnia jednokierunkowej migracji wartości oraz saldo migracji wartości*

Innymi metodami stosowanymi przez Siudaka do pomiaru procesów migracji wartości są miara stopnia jednokierunkowej migracji wartości SJMW oraz saldo migracji wartości SMW. Pierwszą z nich zastosowano do zbadania zjawiska zachodzącego pomiędzy sektorami gospodarczymi. Z kolei druga pozwala na dokonanie pomiarów względem całego rynku, w tym przypadku całej Giełdy Papierów Wartościowych. Oba narzędzia są ściśle powiązane z implementacją i funkcjonowaniem syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW.

Narzędzia pomiaru zjawiska migracji wartości proponowane przez Siudaka opierają się na relacji pomiędzy dodatnią wartością rynkową MVA oraz ekonomiczną wartością dodaną EVA. Zależność ta oparta jest na badaniach przeprowadzonych przez G.B. Stewarda, potwierdzających tezę, że MVA stanowi sumę oczekiwanych w przyszłości wartości EVA, dyskontowanych przy udziale średnioważonego kosztu kapitału WACC³²⁸. Określa się ją formułą³²⁹:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} PV_{WACC,t} \cdot EVA_t \quad (22)$$

gdzie:

MVA – rynkowa wartość dodana,

EVA_t (*t* = 1, 2, ..., *n*) – strumień zysków ekonomicznych,

WACC – średni ważony koszt kapitału,

PV_{WACC,t} – współczynnik dyskonta przy stopie dyskontowej równej *WACC* i *t* okresach.

Biorąc pod uwagę jedną z głównych cech rynkowej wartości dodanej, jaką niewątpliwie jest jej własność przypisywania wartości liczbowych dowolnym obiektom (funkcja addytywna), Siudak wyznacza saldo migracji wartości następującą formułą³³⁰:

³²⁸ G.B. Steward, *The Quest for Value. The EVA Management Guide*, Harper Business, New York 1991.

³²⁹ D. Siudak, *Analiza...*, dz.cyt., s. 485.

³³⁰ Tamże.

$$SMW = \sum_{t=1}^{\infty} \Delta MVA_k \quad (23)$$

gdzie:

SMW – saldo migracji wartości,

MVA_k – rynkowa wartość dodana poszczególnych k -tych przedsiębiorstw analizowanego układu.

Do konstrukcji stopnia jednokierunkowej migracji wartości Siudak wykorzystuje miary częściowe syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW, udziału w saldzie migracji oraz udziału w obrotach migracji. Na ich podstawie proponuje miarę SJMW³³¹:

$$SJMW = \frac{\sum_{k=1} UOM_k}{|\sum_{k=1}^n USM_k|} \quad (24)$$

gdzie:

UOM_k – udział w obrotach migracji wartości dla poszczególnych k -tych przedsiębiorstw analizowanego układu,

USM_k – udział w saldzie migracji wartości dla poszczególnych k -tych przedsiębiorstw analizowanego układu.

Indeks stopnia jednokierunkowej migracji wartości przyjmuje wartości mieszczące się w przedziale od -100% do 100% , z wyłączeniem 0% ³³²:

$$SJMW \in \langle -100\%, 0\% \rangle \cup \langle 0\%, 100\% \rangle \quad (25)$$

Jeżeli wartość indeksu osiągnie poziom 100% , oznacza to sytuację, w której nastąpił jednokierunkowy przyływ wartości z układu zewnętrznego, tj. spółek nieobjętych analizą, do wszystkich badanych przedsiębiorstw. Z kolei, analogicznie, wartość indeksu równa -100% informuje o jej odpływanie do podmiotów nieuwzględnionych w badaniu.

2.5.4. Łańcuchy Markowa

Kolejną metodą, wykorzystywaną do badania procesów migracji wartości na polskim rynku kapitałowym przez Siudaka, są łańcuchy Markowa, coraz częściej znajdujące zastosowanie nie tylko w naukach fizycznych, ale również

³³¹ D. Siudak, *Analiza...*, dz. cyt., s. 485.

³³² Tamże, s. 488.

w ekonomicznych. Ich właściwości można scharakteryzować na podstawie trzech głównych cech³³³:

- badany proces zawiera policzalną liczbę etapów;
- we wszystkich etapach proces może znaleźć się w policzalnej liczbie stanów;
- prawdopodobieństwo przejścia procesu ze stanu i w etapie t do stanu j w etapie $t + 1$ jest niezależne od procesu znajdującego się w stanie i .

Klasyfikacja procesów Markowa odbywa się za pomocą dwóch parametrów: czasu i natury przestrzeni. Na podstawie pierwszego z nich podział zawiera procesy o charakterze dyskretnym i ciągłym. Na podstawie drugiego parametru procesy przyjmują postać dyskretnej i ciągłej przestrzeni stanów. Wykorzystywane przez Siudaka łańcuchy Markowa należy zakwalifikować do grupy procesów o dyskretnej przestrzeni czasu. Celem jego badań było przedstawienie szacunkowych wartości prawdopodobieństwa przechodzenia przedsiębiorstwa pomiędzy fazą przyływu, odpływu i stabilizacji. Siudak przyjął również założenie, zgodnie z modelem teoretycznym Slywotzky'ego, że proces migracji wartości może znajdować się w chwilach $t = 0, 1, 2, \dots, N$ w jednym ze stanów $S = \{1, 2, s = 3\}$.

Estymację macierzy prawdopodobieństwa P Siudak rozpoczyna od założenia dwóch koniecznych warunków (wzór 27 i wzór 28)³³⁴, jak również prezentuje równość zachodzącą pomiędzy elementami p_{ij} , określającymi prawdopodobieństwo przejścia łańcucha Markowa³³⁵ ze stanu i do stanu j w jednostce i stanowiącymi elementy macierzy stochastycznej $P = p_{ij}$.

$$p_{ij}(t) = p_{ij} \quad (26)$$

Równanie należy interpretować jako sytuację, w której prawdopodobieństwo przejścia spółek pomiędzy fazami migracji wartości odbywa się niezależnie od czasu (t).

$$\sum_{j \in S} p_{ij} = 1, \text{ dla } i \in S \quad (27)$$

$$p_{ij} \geq 0, \text{ dla } i, j \in S \quad (28)$$

³³³ J.A. Lawrence, B.A. Pasternack, *Applied Management Science, Modeling, Spreadsheet Analysis, and Communication for Decision Making*, John Wiley & Sons 2002, s. 73.

³³⁴ D. Siudak, *Analiza...*, dz. cyt., s. 85.

³³⁵ Tamże.

Łańcuchy Markowa, będące odrębną klasą procesów Markowa, wykorzystywane są często w praktyce, ponieważ charakteryzują się dobrymi właściwościami obliczeniowymi. Narzędzie wykorzystywane przez Siudaka zalicza się do grupy jednorodnych łańcuchów, za pomocą którego możliwe jest odwzorowanie prawdopodobieństwa przejścia przedsiębiorstwa pomiędzy fazami migracji wartości.

Na podstawie zbioru wektorów frakcji jednostek analizowanego układu obiektów (makrodane), będących w różnych stanach, Siudak przeprowadza estymację macierzy prawdopodobieństwa P, spełniającej powyższe założenia (wzór 29 i wzór 30). Macierz ma następującą postać³³⁶:

$$Y = Xp + \varepsilon \quad (29)$$

$$y = \begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \dots \\ y_{s-1} \end{bmatrix}, X = \begin{bmatrix} K & 0 & \dots & 0 \\ 0 & K & \dots & 0 \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ 0 & 0 & \dots & K \end{bmatrix}, p = \begin{bmatrix} p_1 \\ p_2 \\ \dots \\ p_{s-1} \end{bmatrix}, \varepsilon = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \dots \\ \varepsilon_{s-1} \end{bmatrix} \quad (30)$$

Z kolei K jest również macierzą, wyrażoną jako³³⁷:

$$K = \begin{bmatrix} k_1(0) & k_2(0) & \dots & k_s(0) \\ k_1(1) & k_2(1) & \dots & k_s(1) \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ k_1(N-1) & k_2(N-1) & \dots & k_s(N-1) \end{bmatrix} \quad (31)$$

zakładając: $K = s$ oraz $N \geq s$.

Aby możliwe było ustalenie prawdopodobieństwa przejścia kolumn macierzy P, należy uwzględnić poniższe równanie, wyrażające programowanie kwadratowe z kwadratową funkcją celu oraz warunkami ograniczającymi $\sum_{j=1}^{s-1} p_j \leq 1$ i $p \geq 0$ ³³⁸:

$$\min_p z_1(P) = (y - Xp)^T \Omega^{-1} (y - Xp) \quad (32)$$

³³⁶ Tamże, s. 86.

³³⁷ Tamże.

³³⁸ M. Podgórska, P. Śliwka, M. Toplewska, M. Wrzosek, *Łańcuchy Markowa w teorii i zastosowaniach*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002, s. 79–80.

Zbiór Ω rozumie się jako macierz kowariancji składników losowych, inaczej ujmując wektora ε , o elementach $\Omega_{ij} = \omega_{ij}I$ dla $i, j \in S$, gdzie I to macierz jednostkowa stopnia N , ω_{ij} – kowariancja składników losowych dla $i \neq j, i, j \in S$ oraz wariancja składników losowych dla $i = j, i, j \in S$, przyjmującą postać³³⁹:

$$\Omega = \begin{bmatrix} \Omega_{11} & \Omega_{12} & \cdots & \Omega_{1,s-1} \\ \Omega_{21} & \Omega_{22} & \cdots & \Omega_{2,s-1} \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ \Omega_{s-1,1} & \Omega_{s-1,2} & \cdots & \Omega_{s-1,s-1} \end{bmatrix} \quad (33)$$

Na kolejnym etapie analizy Siudak posługuje się estymatorem wyrażonym jako³⁴⁰:

$$\widehat{\omega}_{ij} = \frac{1}{N-s} e_i^T e_j \text{ dla } i, j \in S \quad (34)$$

gdzie wektor e opisuje warunek³⁴¹:

$$e = y - X\hat{p} \quad (35)$$

modelu³⁴²:

$$y' = X'p' + \varepsilon' \quad (36)$$

gdzie³⁴³:

$$y' = \begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \cdots \\ y_s \end{bmatrix}, X' = \begin{bmatrix} K & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & K & \cdots & 0 \\ \cdots & \cdots & \cdots & \cdots \\ 0 & 0 & \cdots & K \end{bmatrix}, p' = \begin{bmatrix} p_1 \\ p_2 \\ \cdots \\ p_s \end{bmatrix}, \varepsilon' = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \cdots \\ \varepsilon_s \end{bmatrix} \quad (37)$$

³³⁹ D. Siudak, *Analiza...*, dz. cyt., s. 87.

³⁴⁰ Tamże.

³⁴¹ Tamże.

³⁴² Tamże.

³⁴³ Tamże.

posiadającego parametry opisane przez rozwiązanie zmodyfikowanego równania programowania kwadratowego z liniowymi warunkami ograniczającymi, z uwzględnieniem $\sum_{j=1}^s p_j = 1$ oraz $p \geq 0$ ³⁴⁴:

$$\min_p z_2(p) = (y - Xp)^T (y - Xp) \quad (38)$$

W celu ustalenia parametrów modelu (wzór 29) należy uzyskać wyniki ze wzorów 37 i 38, opierających się na metodzie najmniejszych kwadratów, tzn. minimalizacji sumy kwadratów reszt, uwzględniając przy tym ograniczenia parametrów strukturalnych, na podstawie których szacowana jest macierz kowariancji Ω . W kolejnym etapie Siudak posługuje się wzorem 38, by następnie oszacować prawdopodobieństwo ostatniej s-tej kolumny macierzy P.

2.5.5. Inne badania migracji wartości

Istnieją również próby badania zjawiska migracji wartości na podstawie powszechnie stosowanych mnożników rynkowych. Przykład stanowi miara wyrażona jako stosunek ceny do wartości księgowej (P/BV), wykorzystana przez E.F. Fama i K.R. Frencha³⁴⁵ do zobrazowania zjawiska zachodzącego w obrębie portfeli akcji spółek charakteryzujących się niskim i wysokim stopniem kapitalizacji, jak również dużym potencjałem wzrostu i rozwoju. Badacze ograniczyli studium swoich badań do dwóch hipotez. Uwzględniając fakt i dostępną wiedzę na temat przeciętnej rocznej stopy zwrotu z inwestycji z akcji małych spółek o niskim stopniu dokapitalizowania, przewyższającej stopę zwrotu z portfela dużych przedsiębiorstw, Fama i French postawili hipotezę mówiącą o istnieniu zjawiska zmniejszania się w czasie oraz przemieszczania się wartości rynkowej dużych jednostek biznesowych w kierunku tych mniejszych. Z kolei druga hipoteza badawcza dotyczy liczby przedsiębiorstw osiągających dużą wartość i charakteryzujących się dużym wzrostem. Szacując roczną stopę zwrotu z portfela akcji, przy uwzględnieniu ryzyka inwestycyjnego, wykorzystano wskaźnik P/BV. Za jego pomocą ustalono, że stopa zwrotu z portfela akcji o dużej wartości (niski poziom mnożnika P/BV) przewyższa w długim horyzoncie czasowym korzyści inwestycyjne w akcje spółek wzrostowych (wysoki poziom

³⁴⁴ Tamże.

³⁴⁵ E.F. Fama, K.R. French, *Migration*, Financial Analysts Journal 2007, vol. 63, no. 6.

mnożnika P/BV). Na podstawie opisanej zależności i przeprowadzonych badań autorzy wskazali dwa kierunki migracji kapitału:

- z portfela zbudowanego z papierów wartościowych przedsiębiorstw będących w fazie wzrostu wartości do portfela akcji spółek wartościowych;
- papiery o dużej wartości pozostają w portfelu, za wyjątkiem sytuacji, w której wartościowa spółka zostanie przejęta przez inne przedsiębiorstwo, co spowoduje przemieszczenie się akcji do jednostek neutralnych lub wzrostowych.

Piotr Szczepanowski, publikując badania na temat zjawiska migracji wartości wśród spółek notowanych na rynku NewConnect, wykorzystał odchylenie bezwzględne miary rynkowej P/BV według poniższego wzoru³⁴⁶:

$$\Delta\left(\frac{P}{BV}\right) = \left(\frac{P}{BV}\right)_t - \left(\frac{P}{BV}\right)_{t-1} \quad (39)$$

gdzie:

- $(P/BV)_t$ – średni z danego okresu wskaźnik cena do wartości rynkowej na jedną akcję,
- $(P/BV)_{t-1}$ – średni z poprzedniego porównywalnego okresu wskaźnik cena do wartości księgowej na jedną akcję.

W studium badawczym posłużono się danymi za lata 2011–2013. Z perspektywy złożoności procesu migracji wartości jest to zbyt krótki horyzont czasowy, by w pełni przeanalizować zmiany zachodzące pomiędzy poszczególnymi spółkami, jak również sektorami gospodarczymi³⁴⁷. Szczepanowski przyjął do klasyfikacji jednostek biznesowych do faz migracji wartości metrykę proponowaną przez Dariusz Siudaka. W ujęciu sektorowym zaprezentowano jedynie udział poszczególnych przedsiębiorstw w sektorze, będących w fazie przyływu, stabilizacji lub odpływu wartości.

2.6. Wnioski wynikające z istniejącego stanu wiedzy

Na przestrzeni ostatnich 25 lat XX wieku badacze dokonali próby zdefiniowania narzędzi pozwalających na pomiar procesów migracji wartości, a w szczególności opisanie w postaci ilościowej przepływu wartości pomiędzy poszczególnymi przedsiębiorstwami i sektorami gospodarczymi.

³⁴⁶ P. Szczepanowski, *Migracja...*, dz. cyt., s. 138.

³⁴⁷ Analogicznie krótki okres przyjmuje Dariusz Siudak. Badania dotyczą lat 2002–2006.

W świetle przeprowadzonej analizy literatury oraz dostępnych badań empirycznych można stwierdzić, że termin „wartość” towarzyszy ludzkości od czasów starożytnych, z kolei jej fluktuacja przyczynia się do zmiany trendów na rynkach kapitałowych, powodując tym samym kształtowanie się gorączki spekulacyjnej, wywołującej globalne załamania koniunkturalne. W licznych opracowaniach naukowych badacze, tacy jak Billington³⁴⁸, Cambell³⁴⁹, Baptista³⁵⁰, Mills³⁵¹, Donol³⁵², podkreślają znaczenie procesów migracji wartości, natomiast jedynie nieliczni z nich, do których zaliczyć można Hermana³⁵³, Blacka, Wrighta i Bachmana³⁵⁴ oraz Brabazona³⁵⁵, dokonują próby zdefiniowania tego pojęcia, głównie budując teoretyczne modele opisowe, wyjaśniające istotę i sposób funkcjonowania tego zjawiska na rynkach finansowych.

Slywotzky uważany za prekursora badań nad migracją wartości wyodrębnił trzy fazy migracji wartości: przyływu, odpływu i stabilizacji³⁵⁶. Slywotzky jest również autorem pierwszego modelu opisującego zjawisko migracji wartości przedsiębiorstwa. Model trzech faz migracji wartości opracowany przez Slywotzky’ego stał się punktem wyjścia w tworzeniu narzędzi opisujących oraz mierzących procesy migracji wartości. Analizując model koncepcyjny Slywotzky’ego, łatwo doszukać się jego analogii w kontekście zachodzących zmian na rynkach finansowych, tj. we fluktuacji wartości, koncepcjach z nurtu zarządzania portfelem biznesowym (*portfolio management*), takich jak chociażby macierz BCG³⁵⁷, jak również w modelu cyklu życia Griffina³⁵⁸. Warto zauważyć, że fazy cyklu życia produktu oraz pola macierzy BCG znajdują swoje odzwierciedlenie w 3 fazach migracji wartości: odpływu, przyływu i stabilizacji. Zatem tworzenie ilościowych miar, za pomocą których można by zaklasyfikować sektor lub spółkę do jednej z trzech faz, lub zbudowanie mapy migracji wartości dla wybranych podmiotów mogłoby przyczynić się do wspierania procesu decyzji menadżerskich, w połączeniu z innymi koncepcjami. Zdefiniowane przez

³⁴⁸ J. Billington, *Understanding...*, dz. cyt.

³⁴⁹ M.K. Cambell, *The Ascent...*, dz. cyt.

³⁵⁰ J.P.A. Baptista, *The New Profit...*, dz. cyt.

³⁵¹ R.W. Mills, *Dynamika...*, dz. cyt.

³⁵² J.P. Donol, *The Great...*, dz. cyt.

³⁵³ A. Herman, *Kilka refleksji...*, dz. cyt., s. 25.

³⁵⁴ A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, *In Search of Shareholder Value, London 2000*, Financial Times, s. 17

³⁵⁵ T. Brabazon, op. cit., s.14

³⁵⁶ A.J. Slywotzky, op. cit., s. 49

³⁵⁷ J.A. Seeger, *Reversing...*, dz. cyt., s. 93–97.

³⁵⁸ R.W. Griffin, dz. cyt., s. 258.

Slywotzky'ego trzy fazy migracji wartości oraz budowa miary migracji wartości pozwoliły na dalszą eksplorację zjawiska migracji wartości kolejnym badaczom.

Koncepcja zaproponowana przez Slywotzky'ego stała się punktem wyjścia do dyskusji na temat tworzenia efektywnych narzędzi pomiaru zjawiska migracji wartości. Kolejni autorzy, tacy jak: Fama, French, Siudak i Szczepanowski, zbudowali własne modele klasyfikacji jednostek biznesowych do faz migracji wartości.

Zaledwie wąskie grono badaczy zaproponowało narzędzia służące do mierzenia procesu migracji wartości, rozwijając model trzech faz migracji wartości A. Slywotzky'ego. Jednym z nich jest Siudak, który zwraca uwagę, że miary migracji wartości nie mogą ignorować kwestii doboru rodzaju wartości rynkowej. Zdaniem autora brak rozgraniczenia wartości rynkowej na wartość brutto i netto w badaniach nad procesami migracji wartości stanowi poważny problem, gdyż obie miary znacząco różnią się od siebie. Siudak w swoich badaniach poświęconych migracji wartości wielokrotnie odnosi się do wartości rynkowej MVA i jej wpływu na fluktuację wartości na rynkach kapitałowych. W ocenie spółki i sektora gospodarczego pod kątem migracji wartości, oprócz samej wielkości MVA, Siudak wykorzystuje również zmianę rynkowej wartości dodanej w czasie ΔMVA , definiując skumulowane saldo migracji wartości oraz budując syntetyczny indeks migracji wartości, bazujący na MVA, za pomocą którego możliwa jest miarodajna i autentyczna klasyfikacja sektorów gospodarczych i spółek do jednej z trzech faz migracji wartości.

Pomimo prowadzonych badań nad istnością i znaczeniem zagadnienia związanego z migracją wartości na światowych rynkach kapitałowych należy stwierdzić, że powstało zaledwie kilka metod pomiaru tego zjawiska, a istniejące badania z pewnością nie wyczerpują zagadnienia i wiele pytań badawczych, dotyczących natury procesów migracji wartości, pozostaje bez odpowiedzi.

Siudak podkreśla, że obszar migracji wartości nie został w pełni zbadany: „problematyka migracji wartości przedsiębiorstw, w różnych przekrojach analizy, wymaga dalszych badań i studiów teoretyczno-poznawczych, a także badań empirycznych”³⁵⁹, wskazując kierunki dalszych badań, związane głównie z rozwojem metod ilościowych. Należą do nich: analiza migracji wartości przedsiębiorstw względem gospodarek poszczególnych krajów, analiza upadłości i przejęcia spółek

³⁵⁹ D. Siudak, *Pomiar...*, dz. cyt., s. 211.

giełdowych w kontekście odpływającej z nich wartości, analiza migracji wartości w kontekście migracji kapitałów, w tym zaangażowań kapitałowych³⁶⁰.

Również French, Fama czy Szczepanowski wskazują na konieczność przeprowadzania kolejnych badań, analiz z zakresu fluktuacji wartości na rynku kapitałowym pomiędzy przedsiębiorstwami, jak również sektorami gospodarczymi, wskazując, że wnioski z przeprowadzonych analiz mogą przyczynić się do zwiększenia efektywności procesu podejmowania decyzji związanych z alokowaniem kapitału.

Analiza zachodzących procesów migracji wartości na rynkach kapitałowych stanowi istotny element oceny ekonomicznej przedsiębiorstw ukierunkowanych na długotrwały wzrost wartości. Mimo że zjawisko istnienia faz migracji wartości i migracji spółek pomiędzy tymi fazami zostało udowodnione³⁶¹, wskazanie spółek kapitałowych znajdujących się np. w fazie przyływu wartości nabiera trudności natury praktycznej. Przyływ lub odpływ wartości przedsiębiorstwa nastąpi wówczas, gdy przeniesienie kapitału bezpośrednio wpłynie na inwestycje związane z finansowaniem majątku przedsiębiorstwa. Należy to rozumieć jako migrację wartości. Równolegle zaobserwować można dwa inne procesy migracją kapitałów oraz migracją zaangażowań kapitałowych o nieco innym znaczeniu.

Literatura przedmiotu poświęca wiele uwagi identyfikacji i analizie nośników wartości mających wpływ na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. Opracowanych zostało wiele modeli próbujących identyfikować czynniki wpływające na wartość z modelem DCF na czele, choć wiele koncepcji, w tym te zaprezentowane przez Waltersa³⁶², Dulińca³⁶³, Copelanda i Wetsona³⁶⁴ oraz Emery'ego i Finnerty'ego³⁶⁵, ogranicza się do wyodrębnienia czynników mających wpływ na wartość bez matematycznego modelowania związków pomiędzy nimi a samą wartością. Modele opisujące jakościowo czynniki kształtujące wartość są wykorzystywane również w narzędziach wspierających budowanie portfeli inwestycyjnych czy zarządzaniu portfelem biznesów (*corporate portfolio management*), na co zwracają uwagę między innymi Bode-Greuel i Nickisch³⁶⁶, Martin i Titman³⁶⁷ czy Hawawini i Viallet³⁶⁸. Należy

³⁶⁰ Tamże, s. 231–232.

³⁶¹ D. Siudak, *Analiza...*, dz. cyt., s. 482–501.

³⁶² D. Walters, op. cit., s. 711

³⁶³ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału...*, dz. cyt., s. 147.

³⁶⁴ T. Copeland, J.F. Wetson, op. cit., s. 384–386

³⁶⁵ D.R. Emery, J.D. op. cit., s. 465

³⁶⁶ K.M. Bode-Greuel, K.J. Nickisch, dz. cyt., s. 307–325.

³⁶⁷ J. Martin, S. Titman, op. cit., s. 79–83

³⁶⁸ G. Hawawini, C. Viallet, dz. cyt.

natomiast podkreślić, że wpływ nośników wartości na jej migrację nie został jeszcze zbadany. W szczególności nie analizowano, czy zmiana nośników wartości jest bezpośrednio związana z procesami migracji wartości, czy zmiana czynników kreowania wartości przedsiębiorstwa uzależni jego przejście z jednej fazy migracji do innej, czy przedsiębiorstwa zaklasyfikowane do różnych faz migracji wartości cechują inne poziomy nośników wartości.

Analizy Rappaporta prowadzone wokół koncepcji marży granicznej³⁶⁹ i ich rozwinięcie wprowadzone przez innych badaczy wskazują na zależności pomiędzy nośnikami wartości oraz wartością przedsiębiorstwa. Badania te, mimo że wywodzą się z nurtu zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM), nawiązują do prezentowanych w literaturze analiz zjawiska migracji wartości. Próbuje bowiem identyfikować czynniki i kwantyfikować zależności między nimi, które mogą być kluczowe w opisanu procesów migracji wartości. Przeprowadzone przez autora wstępne badania modelowe wskazują, że może występować zależność pomiędzy fazami migracji wartości a nośnikami wartości przedsiębiorstw. Z perspektywy pomiaru procesów migracji wartości można postawić hipotezę mówiącą, że do odpływu wartości dochodzi w momencie, kiedy przedsiębiorstwo nie osiąga minimalnego, z punktu widzenia wartości, progu rentowności. Analogicznie jej przyływ możliwy jest jedynie, gdy przy danej strategii rozwoju próg zysku operacyjnego, warunkujący kreowanie wartości, zostaje przekroczony. W literaturze przedmiotu nie przedstawiono dotychczas badań związku pomiędzy wpływem nośników wartości na procesy migracji wartości – i w szczególności wniosków wynikających z badania marży granicznej – na procesy migracji wartości, co jednoznacznie wskazuje lukę badawczą w tym obszarze.

Analiza dorobku naukowego ostatnich lat skłania do stwierdzenia, że badanie procesów migracji wartości może przyczynić się do doskonalenia i w konsekwencji do opracowywania algorytmów wspierających budowę portfela biznesów. Stwierdzenie to wydaje się uzasadnione z trzech powodów. Po pierwsze, lepsze zrozumienie zjawiska migracji wartości prowadzi do opracowywania skuteczniejszych strategii rozwoju spółek kapitałowych, a tym samym grup kapitałowych, ukierunkowanych na długofalowy wzrost wartości. Po drugie, uwzględnienie tego zjawiska migracji wartości w ocenach efektywności budowania wartości dodanej pozwoliłoby na doskonalenie metod alokowania kapitału inwestycyjnego. Po trzecie, szczegółowa eksploracja

³⁶⁹ B.V. Balachandran, N.J. Nagaraja, A. Rapapport, op. cit.

zjawiska migracji wartości i budowa opisujących je metod ilościowych sprzyjałaby poszukiwaniu narzędzi przewidujących fazy migracji wartości związane z cyklem życia koncepcji biznesowych³⁷⁰, a nawet sektorów gospodarczych.

Ponadto warto zwrócić uwagę, że istniejące koncepcje wspierające zrozumienie procesów migracji wartości odnoszą się głównie do fluktuacji wartości na rynku kapitałowym pomiędzy przedsiębiorstwami. Siudak, French, Fama i Szczepanowski³⁷¹ wskazują na konieczność przeprowadzania kolejnych badań nad migracją wartości. Opierając się na przeprowadzonych przez autora badaniach modelowych, opisanych w rozdziale 2.4.2, wskazujących możliwość występowania zależności pomiędzy fazami migracji wartości a determinantami wartości przedsiębiorstw, można wnioskować, że podobna zależność występuje w ujęciu sektorowym. Należy postawić pytanie, czy zasadne jest stwierdzenie o zdefiniowaniu czynników wywierających wpływ na przemieszczanie się wartości pomiędzy sektorami gospodarczymi i pojedynczymi podmiotami gospodarczymi? Siudak w swojej monografii kwestionował możliwość zbadania wpływu czynników kreowania wartości na zjawisko migracji wartości, pisząc: „autor niniejszej monografii wyraża pogląd, że trudno jest sporządzić listę czynników wpływających na migracji wartości, nawet o charakterze ogólnym”³⁷².

³⁷⁰ R.W. Griffin, dz. cyt., s. 258.

³⁷¹ D. Siudak, *Pomiar...*, dz. cyt.; E.F. Fama, K.R. French, *Migration...*, dz. cyt.; P. Szczepanowski, *Migracja...*, dz. cyt.

³⁷² D. Siudak, *Pomiar...*, dz. cyt., s. 55.

3. Wpływ determinantów wartości na procesy migracji wartości

3.1. Cele i założenia postępowania badawczego

W świetle krytycznej analizy literatury związanej z pojęciem wartości, a w szczególności migracji wartości, zasygnalizowane luki badawcze opisane w rozdziale 2.6 stały się inspiracją do dalszych studiów teoretyczno-metodycznych, do sformułowania hipotez badawczych i przeprowadzenia badań empirycznych nad procesami migracji wartości.

Wnioski z przeprowadzonych badań literaturowych skłaniają do poszukiwania przyczyn niestabilności procesów migracji wartości. Istnieje silna potrzeba prowadzenia badań w kierunku poszukiwania cech wspólnych przedsiębiorstw znajdujących się w danej fazie migracji wartości, jak również czynników mających wpływ na migrację wartości między fazami.

Literatura przedmiotu szczegółowo definiuje różnego rodzaju nośniki wartości, wpływające na wartość przedsiębiorstwa. Jest to sfera dobrze zbadana i opisana. Z kolei zjawisko migracji wartości nie posiada tak licznych opracowań literaturowych, pomimo że jego rola w skutecznej realizacji koncepcji zarządzania poprzez wartość wydaje się kluczowa. Określenie fazy migracji wartości, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo, umożliwia skuteczną alokację lub relokację kapitału inwestycyjnego, jak również wspomaga proces określenia strategii długofalowego rozwoju spółki, ukierunkowanego na budowanie wartości.

Nie zbadano natomiast dotychczas wpływu nośników wartości przedsiębiorstwa na procesy migracji wartości, co pozwoliło na sformułowanie celów badawczych niniejszej dysertacji.

Analiza luk badawczych oraz próba realizacji głównego celu rozprawy doktorskiej skłaniają do sformułowania celu głównego dysertacji, jak również głównej hipotezy badawczej, przedstawionych przez autora we wstępie pracy.

Analiza zachodzących procesów migracji wartości na rynkach kapitałowych stanowi istotny element oceny ekonomicznej zdolności przedsiębiorstwa do budowania wartości. Z punktu widzenia badania procesów migracji takie wartości jak doskonalenie i budowanie narzędzi oraz poznanie i zrozumienie funkcjonowania samego zjawiska migracji wartości wydają się kluczowe z wielu powodów. Dogłębna analiza migracji wartości oraz jej związków z nośnikami wartości pozwoliłaby na skuteczniejsze

alokowanie kapitału inwestycyjnego. Ponadto eksploracja zjawiska migracji wartości i przeprowadzanie badań wspierających budowę metod ilościowych opisujących to zjawisko umożliwiłyby opracowywanie prognoz, przewidujących fazy migracji wartości związane z cyklem życia koncepcji biznesowych³⁷³, a nawet sektorów gospodarczych. Jak autor wykazał w analizie literatury, także zapotrzebowanie na budowę algorytmów wspierających działania budowy portfela przedsiębiorstw w obszarze *portfolio management* jest bardzo duże.

W odniesieniu do przytoczonych problemów badawczych i uzasadnienia hipotezy głównej sformułowane zostały 4 szczegółowe hipotezy badawcze. Wskazane przez autora we wstępie do rozprawy doktorskiej hipotezy szczegółowe weryfikowano w kolejnych rozdziałach.

W podrozdziale 3.2 omówiono próbę badawczą, wskazano szczegółowe źródła wykorzystywanych w badaniu danych, wykonano procedury doboru danych do badań oraz przedstawiono zastosowaną przez autora modyfikację metody porządkowania liniowego SIMW wg Siudaka. W podrozdziale 3.3 przedstawione zostały wyniki analiz i wnioski dotyczące procesów migracji wartości zachodzących na polskim rynku kapitałowym (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie) w latach 2011–2014 dla spółek i sektorów. Testowano hipotezę szczegółową H1. W podrozdziale 3.4 weryfikowano, czy zmiany nośników wartości wpływają na przemieszczanie się przedsiębiorstwa pomiędzy fazami migracji wartości. Testowano hipotezy szczegółowe H2 oraz H3. W podrozdziale 3.5 autor badał relację pomiędzy wpływem minimalnej marży zysku operacyjnego na fluktuację wartości pomiędzy przedsiębiorstwami. Testował hipotezę szczegółową H4.

Do empirycznej weryfikacji wskazanych przez autora hipotez badawczych wykorzystano wiedzę opartą na następujących koncepcjach:

- koncepcji nośników wartości i marży granicznej A. Rappaporta;
- koncepcji migracji wartości A. Sływotzky'ego;
- koncepcji pomiaru zjawiska migracji wartości D. Siudaka.

Koncepcja nośników wartości i marży granicznej A. Rappaporta definiuje minimalną marżę kreowania wartości (marżę graniczną) oraz nośniki wartości, takie jak:

³⁷³ R.W. Griffin, dz. cyt., s. 258.

- cykl konwersji gotówki (CCC), wykorzystywany od analizy aktywności, rotacji gotówki przedsiębiorstwa;
- produktywność środków trwałych (FAP), informująca o wielkość produkcji uzyskanej z zaangażowanej jednostki środka trwałego;
- dynamika sprzedaży rok do roku (dSales Y/Y), obrazująca zmianę wielkości lub wartości sprzedaży względem poprzedniego roku obrotowego.

Jako uzupełnienie koncepcji Rappaporta dodatkowo w badaniach empirycznych wykorzystano następujące nośniki wartości:

- wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS) – informujący o opłacalności sprzedaży, zysku z jednej jednostki pieniężnej osiągniętego przychodu ze sprzedaży;
- wskaźnik rentowności aktywów za końcowe 12 miesięcy (ROA TTM) – informujący o efektywności wykorzystania aktywów do generowania zysku za końcowe 12 miesięcy;
- wskaźnik rentowności kapitału własnego za końcowe 12 miesięcy (ROE TTM) – informujący o procentowym zysku z każdej jednostki pieniężnej za końcowe 12 miesięcy;
- dynamikę sprzedaży z trzech ostatnich lat (dSales 3Y) – obrazującą wzrost potencjału sprzedaży;
- rynkową wartość dodaną (MVA) – obrazującą nadwyżkę wartości rynkowej nad całkowitą wartością zainwestowanego kapitału;
- rynkową wartość dodaną delty (dMVA) – obrazującą zmianę nadwyżki wartości rynkowej nad całkowitą wartością zainwestowanego kapitału;
- wskaźnik płynności bieżącej (CR) – informujący o potencjale zdolności do spłaty bieżących zobowiązań za pomocą krótkoterminowych aktywów;
- wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego (D/E) – informujący o stopieniu zaangażowania zobowiązań w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa w stosunku do poziomu zaangażowania kapitału własnego;
- rynkową wartość dodaną podzieloną przez zainwestowany kapitał (MVA/IC) – obrazującą, ile rynkowej wartości dodanej generuje jedna jednostka pieniężna kapitału zainwestowanego w działalność operacyjną.

W tabeli 6 zawarto sposób kalkulacji zastosowany do obliczenia nośników wartości wykorzystanych w badaniach empirycznych.

Tabela 6. Determinanty wartości przedsiębiorstw – sposób kalkulacji

Nośniki wartości	Charakterystyka
ROS	Wskaźnik rentowności sprzedaży zdefiniowany jako zysk/strata z działalności operacyjnej podzielony przez przychody netto ze sprzedaży.
ROA (TTM)	Wskaźnik rentowności aktywów zdefiniowany jako dochód po opodatkowaniu za końcowe 12 miesięcy (TTM) podzielony przez średnie aktywa ogółem (aktywa ogółem za 5 ostatnich kwartałów i podzielone przez 5).
ROE (TTM)	Wskaźnik rentowności kapitału własnego zdefiniowany jako dochód netto za końcowe 12 miesięcy (TTM) podzielony przez kapitał własny obliczony jako różnica między sumą aktywów a pasywami ogółem.
CCC	Cykl konwersji gotówki zdefiniowany jako różnica między sumą dni sprzedaży zapasów (DSI), dni sprzedaży pozostających do spłaty należności (DSO) i zobowiązań bieżących (PT).
FAP	Produktywność środków trwałych zdefiniowana jako suma rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych podzielona przez przychody ze sprzedaży.
dSales (Y/Y)	Dynamika sprzedaży rok do roku zdefiniowana jako relacja między dynamiką sprzedaży w roku n i n-1.
dSales (3Y)	Dynamika sprzedaży z 3 ostatnich lat obliczana przy użyciu złożonej rocznej stopy wzrostu (CAGR).
MVA	Rynkowa wartość dodana zdefiniowana jako liczba akcji firmy pomnożona przez cenę za jedną akcję.
dMVA	Rynkowa wartość dodana delty zdefiniowana jako różnica między MVA w okresie t a MVA w okresie t – 1.
CR	Wskaźnik płynności bieżącej określający sumę zobowiązań bieżących i zobowiązań długoterminowych podzieloną przez aktywa.
D/E	Wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego obliczony poprzez podzielenie łącznych zobowiązań spółki przez kapitał własny.
MVA/IC	Rynkowa wartość dodana podzielona przez zainwestowany kapitał obliczona jako suma środków trwałych i kapitału obrotowego netto.

Koncepcja migracji wartości A. Sływotzky’ego definiuje i charakteryzuje 3 fazy migracji wartości, tj. fazę odpływu, przyptywu i stabilizacji wartości. Z kolei koncepcja pomiaru zjawiska migracji wartości D. Siudaka oparta jest na mierze migracji wartości SIMW (syntetyczny indeks migracji wartości), za pomocą której możliwe jest dokonanie klasyfikacji przedsiębiorstw do jednej z trzech faz migracji wartości – fazy odpływu, przyptywu i stabilizacji. Jako rozwinięcie koncepcji Siudaka autor wprowadził jej modyfikację, polegającą na wykorzystywaniu w procesie obliczeniowym sprawozdań jednostkowych, a nie skonsolidowanych. Modyfikację metody Siudaka omówiono szczegółowo w rozdziale 3.2 na przykładzie KHGM Miedź Polska. Metoda Siudaka opiera się na rynkowej wartości dodanej MVA, dlatego w swoich badaniach autor wykorzystał i przeanalizował dodatkowe miary, takie jak MVA, Δ MVA oraz MVA/IC.

3.2. Próba badawcza i procedura badawcza

Czynników determinujących procesy migracji wartości można upatrywać w danych rynkowych, jak również w danych finansowych przedsiębiorstw. Analiza zależności pomiędzy wartością nośników wartości a fazami migracji pozwoliłaby lepiej poznać te procesy i stanowiłaby istotny głos w badaniach nad modelami efektywnego kreowania długofalowej wartości przedsiębiorstwa i umacniania jego pozycji rynkowej.

Badania empiryczne przeprowadzono na spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Próba badawcza obejmuje zarówno spółki notowane na rynku głównym, jak i na NewConnect. Wykorzystano dane źródłowe pochodzące z serwisu Stock Ground firmy Notoria.

Wstępny materiał badawczy stanowiły sprawozdania finansowe spółek (jednostkowe i skonsolidowane) opublikowane pod koniec roku za lata 2001–2014 oraz notowania giełdowe w tych latach. Na podstawie notowań dziennych spółek wyznaczono średnią kapitalizację w roku.

Na podstawie danych dostępnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz danych publikowanych przez A. Damodarana³⁷⁴ autor wyodrębnił 29 sektorów gospodarczych i przyporządkował do nich przedsiębiorstwa notowane na rynku głównym oraz na NewConnect. W celu uzyskania właściwej próby empirycznej, na podstawie wstępnego materiału badawczego, wyodrębnione zostały przedsiębiorstwa posiadające kompletne i ustandaryzowane sprawozdania finansowe. Do przeprowadzenia badań empirycznych wykorzystano różne próby badawcze. Autor uzasadnił to i opisał szerzej w dalszej części dysertacji. W tabeli 7 zaprezentowano liczbę przedsiębiorstw przeanalizowanych i uwzględnionych w badaniach empirycznych nad procesami migracji wartości na potrzeby zrealizowania zagadnień zawartych w niniejszej rozprawie doktorskiej.

W badaniach empirycznych wykorzystano również dane pochodzące z baz danych publikowanych przez A. Damodarana, w celu ustalenia stopy wolnej od ryzyka, bety lewarowanej, bety odlewarowanej, premii za ryzyko oraz kosztu długu. Szerzej zostało to omówione i zaprezentowane w tabeli 22 w rozdziale 3.5.

³⁷⁴ *Betas by Sector (US)*, [www.pages.stern.nyu.edu, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) (stan na dzień 17 kwietnia 2016).

Tabela 7. Liczba analizowanych przedsiębiorstw na potrzeby rozprawy doktorskiej w latach 2001–2014

Okres	Liczba spółek	Rynek główny	NewConnect
2014	777	411	336
2013	726	402	324
2012	626	380	246
2011	461	341	120
2010	378	312	68
2009	355	299	56
2008	274	256	18
2007	198	190	8
2006	164	162	2
2005	142	139	3
2004	113	112	1
2003	112	109	3
2002	98	95	3
2001	70	68	2

Przy klasyfikacji spółek i sektorów do faz migracji wartości wykorzystano następujące dane wejściowe: wysokość kapitału własnego, dług długoterminowy, dług krótkoterminowy oraz poziom kapitalizacji rynkowej. Dane wejściowe stanowiła macierz zawierająca 10 360 obserwacji. Następnie z pozyskanej próbki badawczej wyodrębniono przedsiębiorstwa, które posiadały ujednolicone i kompletne dane finansowe w okresie 2010–2014. Tabela 8 przedstawia liczbę przedsiębiorstw wykorzystanych do przeprowadzenia analizy procesów migracji z podziałem na rynek główny i NewConnect. Sprawozdania finansowe za okres 2010–2014 zostały przez autora wybrane nieprzypadkowo. Badania te mają na celu uzupełnienie podobnych analiz przeprowadzonych przez D. Siudaka w latach 2002–2006 oraz stanowią ich kontynuację. Ponadto analizowany okres 2010–2014 został wykorzystany jedynie do kalkulacji SIMW, zaś całość badań empirycznych, które autor prezentuje w swojej dysertacji, obejmuje znacznie szerszy okres, tj. lata 2001–2014. Warto również zauważyć, że analizowane dane dotyczą okresu po globalnym kryzysie finansowym, trwającym od 2006 roku do 2010 roku.

Tabela 8. Liczba analizowanych przedsiębiorstw w latach 2011–2014

Okres	2014	2013	2012	2011
Liczba spółek	777	726	626	461
Rynek główny	411	402	380	341
NewConnect	366	324	246	120

Do pomiaru migracji wartości, zachodzącej na polskim rynku kapitałowym, zastosowano metodę porządkowania liniowego wg Siudaka, wprowadzając dodatkowo

modyfikację. Zgodnie z podejściem Siudaka autor ustalił trzy zmienne diagnostyczne, które znormalizował na kolejnych etapach kalkulacji i obliczył zmienną syntetyczną w celu przyporządkowania spółek i sektorów do fazy migracji wartości.

Miara zaproponowana przez Siudaka oparta jest na pomiarze rynkowej wartości dodanej MVA, rozumianej jako różnica pomiędzy wartością rynkową spółki a zainwestowanym kapitałem (z uwzględnieniem kapitału własnego i obcego). Budowa zmiennej syntetycznej opiera się na trzech zmiennych diagnostycznych: udziale w saldzie migracji gospodarki, udziale w saldzie migracji sektora oraz zmianie rynkowej wartości dodanej do kapitalizacji rynkowej, do których przyporządkowane są odpowiednio wagi: 25%, 25% i 50%. Wartość każdej zmiennej podlega normalizacji, bazującej na przekształceniu ilorazowym zaproponowanym przez Kukułę³⁷⁵. Zastosowaną zmienną syntetyczną uzyskuje się poprzez funkcję agregującą opartą na metrykach Euklidesa. Szczegółową budowę syntetycznego indeksu migracji wartości omówiono w tabeli 5 w podrozdziale 2.5.2.

Przeprowadzone przez Siudaka badania opierają się na danych ze sprawozdań finansowych, przy czym autor wykorzystuje w tym celu sprawozdania jednostkowe. Píše on: „integralna i główna część danych wejściowych pochodzi ze sprawozdań finansowych (jednostkowych) przedsiębiorstw podlegających badaniu”³⁷⁶. Korzystanie ze sprawozdań jednostkowych może powodować zakłócenia w przypadku informacji o wysokości długu odsetkowego i krótkoterminowego. Dług odsetkowy w grupach kapitałowych może być zaciągany przez spółki zależne i nie być ujawniany w sprawozdaniu jednostkowym spółki dominującej. Z tego względu w dalszej części rozprawy doktorskiej autor skłonił się do wykorzystania sprawozdań skonsolidowanych, co pozwala na uzyskanie precyzyjnych informacji w zakresie zadłużenia podmiotów³⁷⁷.

Zdaniem autora korzystanie ze sprawozdań jednostkowych może spowodować zakłócenia w przypadku informacji o wysokości długu odsetkowego i krótkoterminowego. Dług odsetkowy grup kapitałowych może nie zostać odzwierciedlony w sprawozdaniu jednostkowym i może być zaciągany przez spółki

³⁷⁵ K. Kukuła, *Metoda...*, dz. cyt., s. 79.

³⁷⁶ D. Siudak, *Pomiar...*, dz. cyt., s. 108.

³⁷⁷ Badania dotyczące klasyfikowania spółek do faz migracji wartości na podstawie wykorzystania sprawozdań jednostkowych i skonsolidowanych zostały szerzej opisane w: M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *Migracja wartości – wyniki badań empirycznych dla polskiego rynku kapitałowego*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 4/2016 (82), cz. 2, s. 182–184.

zależne. Z tego względu autor uważa, że należy wykorzystywać sprawozdania skonsolidowane, uwzględniające precyzyjne informacje o zadłużeniu podmiotów. W tabelach 9 i 10 przedstawiono przykładowe wartości długu odsetkowego jednostkowego i skonsolidowanego dla KGHM Miedź Polska SA oraz wartość SIMW i przyporządkowanie do fazy migracji wartości przy zastosowaniu tych danych.

Tabela 9. Fazy migracji wartości dla KGHM Miedź Polska SA – sprawozdanie jednostkowe

Rok	Kapitał zaangażowany	Dług długoterminowy	Dług krótkoterminowy	Średnia kapitalizacja rynkowa	SIMW	Faza
2011	24 277,00	1 052,00	1 056,00	23 904,99	0,6937	O
2012	23 298,00	0,00	1 123,00	28 360,25	0,5894	P
2013	21 923,00	0,00	1013,00	29 013,20	0,4863	P
2014	23 135,00	0,00	0,00	33 417,07	0,7627	P

Tabela 10. Fazy migracji wartości dla KGHM Miedź Polska SA – sprawozdanie skonsolidowane

Rok	Kapitał zaangażowany	Dług długoterminowy	Dług krótkoterminowy	Średnia kapitalizacja rynkowa	SIMW	Faza
2011	25 302,00	2 997,00	1 813,00	23 904,99	0,8579	P
2012	22 841,00	1 714,00	1 215,00	28 360,25	0,3527	O
2013	21 682,00	1 783,00	1 075,00	29 013,20	0,3812	O
2014	23 102,00	194,00	104,00	33 417,07	0,6019	O

Jak wskazują wyniki obliczeń, uzyskane wartości SIMW i klasyfikacja spółki do fazy migracji wartości z wykorzystaniem zmiennej syntetycznej SIMW jest istotnie różna przy uwzględnieniu długu jednostkowego Spółki KGHM SA i długu skonsolidowanego dotyczącego całej grupy kapitałowej KGHM. Przykładowo, przy zastosowaniu danych jednostkowych KGHM w latach 2012–2014 znajduje się w fazie przyływu wartości, przy zastosowaniu danych skonsolidowanych uzyskiwane wartości SIMW są niższe, a spółka jest klasyfikowana do fazy odpływu wartości. Wartość wskaźnika SIMW uzależniona jest od stosunku wartości rynkowej (MVA) do kapitału zaangażowanego (K), na którego wartość wpływa wysokość długu długoterminowego i długu krótkoterminowego. Wysokość długu determinuje pozycjonowanie jednostki biznesowej do jednej z trzech faz. Oceniając atrakcyjność spółki, na podstawie sprawozdań jednostkowych, otrzymujemy wyniki, na podstawie których

przeprowadzona analiza może nie w pełni precyzyjnie odwzorowywać atrakcyjności spółki na mapie migracji wartości.

Na podstawie dokonanych obserwacji w dalszych obliczeniach zastosowano dane skonsolidowane. W badaniach dla spółek, które tworzą grupy kapitałowe, autor wykorzystał sprawozdania skonsolidowane. W przypadku spółek, które ich nie posiadały i nie publikowały sprawozdań skonsolidowanych, użył danych ze sprawozdań jednostkowych. Tabela 11 przedstawia liczbę i rodzaj wykorzystanych sprawozdań w opracowanych badaniach, uwzględniających kalkulację SIMW oraz testowanie hipotezy H1. Szczegółowe wyniki oraz wnioski z przeprowadzonych analiz omówiono w rozdziale 3.3.

Tabela 11. Liczba i rodzaj wykorzystanych sprawozdań finansowych w latach 2011–2014

Rodzaj sprawozdania finansowego	2014	2013	2012	2011
Skonsolidowane	494	462	411	331
Jednostkowe	283	264	215	130

Wykorzystując wcześniej wyodrębnione dane wejściowe, poddano empirycznej weryfikacji hipotezy badawcze na podstawie statystycznych metod parametrycznych, jak i nieparametrycznych. W celu weryfikacji i uzasadnienia wykorzystania obu metod autor zbadał rozkład wykorzystanych przez siebie zmiennych – nośników wartości: cykl konwersji gotówki (CCC), produktywność środków trwałych (FAP), roczną dynamikę sprzedaży (dSales Y/Y), wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS), wskaźnik rentowności aktywów (ROA), wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE).

Analiza zależności między cechami CCC i fazami migracji wartości

Wykonano test Kruskala–Wallisa, który wykazał, że zależność między cechą CCC i cechą FAZA jest istotna statystycznie ($\chi^2 = 25,2$, $df = 2$, $p < 0,001$). Statystycznie istotne różnice zaobserwowano w następujących przypadkach:

- mediana wyników grupy S była większa o 12,4 od mediany wyników grupy O ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy S była większa o 12,1 od mediany wyników grupy P ($p < 0,001$).

Z kolei nieistotne statystycznie różnice zaobserwowano dla grup:

- mediana wyników grupy P była większa o 0,26 od mediany wyników grupy O ($p = 0,823$).

Zbadano również siłę efektu współczynnikiem Glass i wyniósł on 0,01.

W celu wyboru odpowiedniego testu w pierwszej kolejności autor sprawdził założenie o normalności rozkładu cechy CCC dla każdej grupy określonej przez cechę FAZA. W tym celu przeprowadził testy Shapiro–Francia. Ich p-wartości skorygowano poprawką Benjaminiego–Hochberga. Najmniejsza otrzymana p-wartość tych testów wyniosła $3,05e-47$. Zatem odrzucono hipotezę o normalności rozkładów cechy CCC. Będzie ona traktowana jako nie pochodząca z rozkładu normalnego. Dlatego wykonano test Kruskala–Wallisa, którego p-wartość wyniosła 0,000003447. Jako że nie przekroczyła ona poziomu istotności, odrzucono hipotezę mówiącą, że wartości cechy CCC są z tej samej populacji. Oznacza to, że istnieje istotna statystycznie różnica między wartościami cechy CCC w grupach zdefiniowanych przez cechę FAZA. Na końcowym etapie autor sprawdził, które grupy różnią się między sobą. Dla każdej grup wykonał testy Wilcoxon. P-wartość skorygowana poprawką Benjaminiego–Hochberga wykazała istotną statystycznie różnicę między grupami:

- mediana wyników grupy S była większa o 12,4 od mediany wyników grupy O ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy S była większa o 12,1 od mediany wyników grupy P ($p < 0,001$).

Analiza zależności między cechami FAP i fazami migracji wartości

Wykonano test Kruskala–Wallisa, który wykazał, że zależność między cechą FAP i cechą FAZA jest istotna statystycznie ($\chi^2 = 31,2$, $df = 2$, $p < 0,001$). Statystycznie istotne różnice zaobserwowano w następujących przypadkach:

- mediana wyników grupy O była większa o 0,03 od mediany wyników grupy P ($p = 0,038$);
- mediana wyników grupy O była większa o 0,08 od mediany wyników grupy s ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy P była większa o 0,05 od mediany wyników grupy s ($p = 0,003$).

Zbadano również siłę efektu współczynnikiem Glass i wyniósł on 0,07.

W celu wyboru odpowiedniego testu w pierwszej kolejności sprawdzono założenie o normalności rozkładu cechy FAP dla każdej grupy określonej przez cechę FAZA. W tym celu przeprowadzono testy Shapiro–Francia. Ich p-wartości skorygowano poprawką Benjaminiego–Hochberga. Najmniejsza otrzymana p-wartość tych testów wyniosła $6,319e-43$. Zatem odrzucono hipotezę o normalności rozkładów cechy FAP. Cecha ta będzie traktowana jako nie pochodząca z rozkładu normalnego. Dlatego autor wykonał test Kruskala–Wallisa, którego p-wartość wyniosła $1,707e-7$. Jako że nie przekroczyła ona poziomu istotności, odrzucono hipotezę mówiącą, że wartości cechy FAP są z tej samej populacji. Oznacza to, że istnieje istotna statystycznie różnica między wartościami cechy FAP w grupach zdefiniowanych przez cechę FAZA. Na końcowym etapie sprawdzono, które grupy różnią się między sobą. Dla każdej grupy wykonano testy Wilcoxon. P-wartość skorygowana poprawką Benjaminiego–Hochberga wykazała istotną statystycznie różnicę między grupami:

- mediana wyników grupy *O* była większa o 0,03 od mediany wyników grupy *P* ($p = 0,038$);
- mediana wyników grupy *O* była większa o 0,08 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,05 od mediany wyników grupy *s* ($p = 0,003$).

Analiza zależności między cechami ROA i fazami migracji wartości

Wykonano test Kruskala–Wallisa, który wykazał, że zależność między cechą ROA i cechą FAZA jest istotna statystycznie ($\chi^2 = 87,4$, $df = 2$, $p < 0,001$). Statystycznie istotne różnice zaobserwowano w następujących przypadkach:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,02 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,02 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Z kolei nieistotne statystycznie różnice zaobserwowano dla grup:

- mediana wyników grupy *O* była większa o 0 od mediany wyników grupy *s* ($p = 0,768$).

Zbadano również siłę efektu współczynnikiem *Glass* i wyniósł on $-0,25$.

W celu wyboru odpowiedniego testu w pierwszej kolejności autor sprawdził założenie o normalności rozkładu cechy ROA dla każdej grupy określonej przez

cechę FAZA. W tym celu przeprowadzono testy Shapiro–Francia. Ich p-wartości skorygowano poprawką Benjaminiego–Hochberga. Najmniejsza otrzymana p-wartość tych testów wyniosła $2,425e-40$. Zatem odrzucono hipotezę o normalności rozkładów cechy ROA. Cecha ta będzie traktowana jako nie pochodząca z rozkładu normalnego. Dlatego wykonano test Kruskala–Wallisa, którego p-wartość wyniosła $1,059e-19$. Jako że nie przekroczyła ona poziomu istotności, odrzucono hipotezę mówiącą, że wartości cechy ROA są z tej samej populacji. Oznacza to, że istnieje istotna statystycznie różnica między wartościami cechy ROA w grupach zdefiniowanych przez cechę FAZA. Na końcowym etapie autor sprawdził, które grupy różnią się między sobą. Dla każdej z grup wykonano testy Wilcoxona. P-wartość skorygowana poprawką Benjaminiego–Hochberga wykazała istotną statystycznie różnicę między grupami:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,02 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,02 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Analiza zależności między cechami ROE i fazami migracji wartości

Wykonano test Kruskala–Wallisa, który wykazał, że zależność między cechą ROE i cechą FAZA jest istotna statystycznie ($\chi^2 = 92,7$, $df = 2$, $p < 0,001$). Statystycznie istotne różnice zaobserwowano w następujących przypadkach:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,05 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,05 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Z kolei nieistotne statystycznie różnice zaobserwowano dla grup:

- mediana wyników grupy *O* była większa o 0 od mediany wyników grupy *s* ($p = 0,942$);

Zbadana została również siła efektu współczynnikiem *Glass* i wyniósł on $-0,24$.

W celu wyboru odpowiedniego testu w pierwszej kolejności sprawdzono założenie o normalności rozkładu cechy ROE dla każdej grupy określonej przez cechę FAZA. W tym celu przeprowadzono testy Shapiro–Francia. Ich p-wartości skorygowano poprawką Benjaminiego–Hochberga. Najmniejsza otrzymana p-wartość tych testów wyniosła $2,964e-39$. Zatem odrzucono hipotezę o normalności rozkładów cechy ROE. Cecha ta będzie traktowana jako nie pochodząca z rozkładu normalnego. Dlatego

wykonano test Kruskala–Wallisa, którego p-wartość wyniosła $7,262e-21$. Jako że nie przekroczyła ona poziomu istotności, odrzucono hipotezę mówiącą, że wartości cechy ROE są z tej samej populacji. Oznacza to, że istnieje istotna statystycznie różnica między wartościami cechy ROE w grupach zdefiniowanych przez cechę FAZA. W końcowym etapie sprawdzono, które grupy różnią się między sobą. Dla każdej z grup autor wykonał testy Wilcoxon. P-wartość skorygowana poprawką Benjaminiego–Hochberga wykazała istotną statystycznie różnicę między grupami:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,05 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,05 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Analiza zależności między cechami ROS i fazami migracji wartości

Wykonano test Kruskala–Wallisa, który wykazał, że zależność między cechą ROS i cechą FAZA jest istotna statystycznie ($\chi^2 = 88,7$, $df = 2$, $p < 0,001$). Statystycznie istotne różnice zaobserwowano w następujących przypadkach:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,03 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *O* była większa o 0,01 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,04 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Zbadano również siłę efektu współczynnikiem *Glass* i wyniósł on $-0,12$.

W celu wyboru odpowiedniego testu w pierwszej kolejności autor sprawdził założenie o normalności rozkładu cechy ROS dla każdej grupy określonej przez cechę FAZA. W tym celu przeprowadzono testy Shapiro–Francia. Ich p-wartości skorygowano poprawką Benjaminiego–Hochberga. Najmniejsza otrzymana p-wartość tych testów wyniosła $4,861e-48$. Zatem odrzucono hipotezę o normalności rozkładów cechy ROS. Cecha ta będzie traktowana jako nie pochodząca z rozkładu normalnego. Dlatego wykonano test Kruskala–Wallisa, którego p-wartość wyniosła $5,431e-20$. Jako że nie przekroczyła ona poziomu istotności, odrzucono hipotezę mówiącą, że wartości cechy ROS są z tej samej populacji. Oznacza to, że istnieje istotna statystycznie różnica między wartościami cechy ROS w grupach zdefiniowanych przez cechę FAZA. W końcowym etapie autor sprawdził, które grupy różnią się między sobą. Dla każdej

z grup wykonano testy Wilcoxona. P-wartość skorygowana poprawką Benjaminiego–Hochberga wykazała istotną statystycznie różnicę między grupami:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,03 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *O* była większa o 0,01 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,04 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Analiza zależności między cechami Sales Dynamic Y/Y i fazami migracji wartości

Wykonano test Kruskala–Wallisa, który wykazał, że zależność między cechą *Sales Dynamic Y/Y* i cechą FAZA jest istotna statystycznie ($\chi^2 = 29,2$, $df = 2$, $p < 0,001$). Statystycznie istotne różnice zaobserwowano w następujących przypadkach:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,06 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *s* była większa o 0,03 od mediany wyników grupy *O* ($p = 0,01$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,03 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Zbadano również siłę efektu współczynnikiem *Glass* i wyniósł on $-0,17$.

W celu wyboru odpowiedniego testu w pierwszej kolejności sprawdzono założenie o normalności rozkładu cechy *Sales Dynamic Y/Y* dla każdej grupy określonej przez cechę FAZA. W tym celu przeprowadzono testy Shapiro–Francia. Ich p-wartości skorygowano poprawką Benjaminiego–Hochberga. Najmniejsza otrzymana p-wartość tych testów wyniosła $7,746e-55$. Zatem odrzucono hipotezę o normalności rozkładów cechy *Sales Dynamic Y/Y*. Cecha ta będzie traktowana jako nie pochodząca z rozkładu normalnego. Dlatego wykonano test Kruskala–Wallisa, którego p-wartość wyniosła $4,655e-7$. Jako że nie przekroczyła ona poziomu istotności, odrzucono hipotezę mówiącą, że wartości cechy *Sales Dynamic Y/Y* są z tej samej populacji. Oznacza to, że istnieje istotna statystycznie różnica między wartościami cechy *Sales Dynamic Y/Y* w grupach zdefiniowanych przez cechę FAZA. Na końcowym etapie sprawdzono, które grupy różnią się między sobą. Dla każdej z grup wykonano testy Wilcoxona. P-wartość skorygowana poprawką Benjaminiego–Hochberga wykazała istotną statystycznie różnicę między grupami:

- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,06 od mediany wyników grupy *O* ($p < 0,001$);
- mediana wyników grupy *s* była większa o 0,03 od mediany wyników grupy *O* ($p = 0,01$);
- mediana wyników grupy *P* była większa o 0,03 od mediany wyników grupy *s* ($p < 0,001$).

Na potrzeby dalszej części rozprawy doktorskiej i przeprowadzonych badań empirycznych autor przyjął następujący schemat procedury badawczej:

- pobranie danych źródłowych;
- kalkulacja SIMW i innych parametrów;
- przypisanie spółek kapitałowych i sektorów gospodarczych do faz migracji wartości;
- kalkulacja nośników wartości;
- kalkulacja minimalnej marży kreowania wartości;
- analiza istotności statystycznej pomiędzy SIMW w badanych okresach oraz analiza zależności pomiędzy przynależnością spółek do faz migracji wartości (H1);
- analiza istotności statystycznej, czy wybrane nośniki wartości przyjmują różną wartość dla przedsiębiorstw zaklasyfikowanych do różnych faz migracji wartości (H2);
- analiza istotności statystycznej pomiędzy zmianami nośników wartości przedsiębiorstw a przemieszczaniem się przedsiębiorstw z fazy budowania wartości do jej niszczenia oraz z fazy niszczenia wartości do jej budowania (H3);
- analiza istotności statystycznej pomiędzy marżą graniczną a procesami migracji wartości, tj. czy osiągnięcie przez przedsiębiorstwo minimalnego zysku operacyjnego determinuje fluktuację wartości (H4).

W dalszej części trzeciego rozdziału dysertacji zaprezentowano główne wyniki przeprowadzonych badań wśród spółek kapitałowych notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

W podrozdziale 3.2 omówiono wykorzystane dane źródłowe, stanowiące materiał badawczy, jak również dokonano przeglądu wykorzystywanych przez autora metod badawczych, w tym metodę porządkownia liniowego SIMW, statystycznych badań analitycznych oraz matematycznych badań modelowych. Uzupełnienie podrozdziału 3.2

stanowi empiryczna modyfikacja metody D. Siudaka (porządkowania liniowego) na przykładzie danych finansowych dla KHGM Miedź Polska.

W podrozdziale 3.3 dokonano empirycznej weryfikacji metody porządkowania liniowego SIMW. Na jej podstawie omówione zostały wyniki charakteryzujące procesy migracji wartości na polskim rynku kapitałowym w latach 2011–2014 dla spółek notowanych na rynku głównym, jak również na rynku NewConnect. Dodatkowo autor zaprezentował uzyskane wyniki w ujęciu sektorowym.

W podrozdziale 3.4 omówiono i zbadano zależność między fazami migracji wartości a wybranymi czynnikami kreującymi wartość przedsiębiorstwa, wykorzystując dane dla polskiego rynku kapitałowego w latach 2001–2014. Dokonano również empirycznej weryfikacji, czy zmiany nośników wartości mogą wpływać na przemieszczanie się spółek kapitałowych pomiędzy fazami migracji wartości.

W podrozdziale 3.5 omówiono i zbadano relację pomiędzy marżą graniczną a fluktuacją wartości pomiędzy przedsiębiorstwami. Zaprezentowano również wyniki badań empirycznych, opisujących zależność pomiędzy osiągnięciem przez spółki kapitałowe minimalnej marży zysku operacyjnego a procesami migracji wartości, wykorzystując dane z lat 2001–2014. Zbadano zależność pomiędzy nadwyżką rentowności sprzedaży spółek nad marżą graniczną wyznaczaną według formuły A. Rappaporta a przypisaniem spółek do fazy migracji wartości według propozycji D. Siudaka.

Do przeprowadzenia badań procesów migracji wartości na polskim rynku kapitałowym, w tym alokacji spółek i sektorów do jednej z trzech faz migracji wartości, oraz realizacji hipotez badawczych postępowania badawczego autor wykorzystał następujące metody badawcze:

- krytyczną analizę literatury;
- metodę porządkowania liniowego (SIMW – syntetyczny indeks migracji wartości) wg D. Siudaka, którą autor poddał empirycznej weryfikacji i modyfikacji;
- statystyczne badania analityczne polskiego rynku kapitałowego z uwzględnieniem danych dla rynku głównego i NewConnect;
- matematyczne badania modelowe, model minimalnej marży kreowania wartości MVCR.

Do pomiaru stabilności spółek pod względem miejsca w rankingu migracji wartości wykorzystano test nieparametryczny rang Spearmana. Na kolejnym etapie badania

przeanalizowano stabilność alokacji za pomocą SIMW do faz migracji wartości. W tym celu przeprowadzono analizy za pomocą tabel dwudzielnych, badając między poszczególnymi latami stabilność w przypisaniu spółek do faz.

3.3. Procesy migracji wartości na polskim rynku kapitałowym – badania empiryczne na podstawie syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW

Wprowadzenie

W rozdziale poddano empirycznej analizie procesy migracji wartości zachodzące w obrębie sektorów gospodarczych oraz przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Celem rozdziału jest ocena stabilności i trendów w procesach migracji wartości na polskim rynku kapitałowym oraz identyfikacja najbardziej atrakcyjnych z punktu widzenia budowania wartości przedsiębiorstw i sektorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przedstawione wyniki analiz dotyczących procesów migracji wartości zachodzących na polskim rynku kapitałowym w latach 2011–2014 dotyczą spółek i sektorów z rynku głównego, jak i z rynku NewConnect. Badania stanowią kontynuację podobnych analiz przeprowadzonych w latach 2002–2006 przez D. Siudaka, jak również wykorzystany okres ma na celu uwzględnienie w procesie analiz wyników osiąganych przez przedsiębiorstwa po globalnym kryzysie finansowym z lat 2006–2010. Badania opublikowano w artykule pt. *Migracja wartości – wyniki badań empirycznych dla polskiego rynku kapitałowego*³⁷⁸.

Próba badawcza oraz metodyka badań

Badania przeprowadzone przez Siudaka wskazują na dużą niestabilność w czasie procesów migracji wartości. Analizowana zmienna cechuje się dużą zmiennością w latach 2002–2006, badanych przez Siudaka. Badania przeprowadzone przez Siudaka dotyczą szczególnego okresu, przed globalnym kryzysem finansowym, zapoczątkowanym w 2008 roku. Fakt ten skłania do zweryfikowania uzyskanych przez niego wniosków na znacznie szerszej próbie badawczej. Jako kontynuację rozważań Siudaka badaniu autor poddał stabilność spółek względem uzyskiwanego SIMW

³⁷⁸ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *Migracja wartości – wyniki badań empirycznych dla polskiego rynku kapitałowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 4/2016 (82), cz. 2, s. 179–190.

w analizowanym okresie, tj. dla najaktualniejszych danych rynkowych (lata 2011–2014), jak również przynależność spółek do poszczególnych faz migracji wartości.

W przeprowadzonym badaniu empirycznym zweryfikowano pierwszą hipotezę szczegółową pracy. Na początkowym etapie badań obliczono SIMW dla każdej spółki i sektora gospodarczego, jednocześnie przyporządkowując je do jednej z trzech faz migracji wartości. Na kolejnym etapie autor obliczył podstawowe statystyki na podstawie syntetycznego indeksu migracji wartości dla każdej z trzech faz migracji wartości, tj. średnią arytmetyczną, ekstrema (minimalną i maksymalną wartość) oraz medianę. W celu weryfikacji zależności pomiędzy SIMW w badanym okresie wykorzystano współczynnik rang Spearmana. Z kolei w celu zbadania zależności pomiędzy przynależnością spółek do faz migracji wartości autor przeprowadził statystyczne testy chi-kwadrat największej wiarygodności.

Omówienie wyników

Wykorzystując wskazane wcześniej dane oraz metodę porządkowania liniowego do faz migracji wartości, na podstawie syntetycznego indeksu SIMW, uzyskano wyniki w ujęciu podmiotowym, opracowane oddzielnie dla rynku głównego i NewConnect. Najbardziej atrakcyjną jednostką biznesową 2014 roku, jak również z punktu widzenia kreowania wartości dla akcjonariuszy, na rynku głównym było Alterco SA ($\text{maxSIMW} = 0,80159$), natomiast indeks SIMW dla spółki Remak SA osiągnął najniższą wartość i wyniósł 0,41011. Spółka Dent-A-Medical SA, notowana na rynku NewConnect, została liderem wzrostów ($\text{maxSIMW} = 0,87959$). Tabela 12 prezentuje liczbę przedsiębiorstw zaklasyfikowanych do trzech faz migracji wartości w latach 2011–2014. Dodatkowo zaprezentowano maksymalne i minimalne wartości indeksu dla fazy przyływu, stabilizacji, odpływu (minSIMW , maxSIMW) oraz medianę (MeSIMW). W tabeli 13 zawarte zostały wyniki w ujęciu sektorowym.

Tabela 12. Migracja wartości – analiza jednostkowa dla rynku głównego i NewConnect

Rynek Główny						NewConnect					
2014						2014					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek
Przyptywu	0,6975	0,6822	0,8117	0,6879	108	Przyptywu	0,7384	0,7257	0,8796	0,7298	97
Stabilizacji	0,6798	0,6776	0,6821	0,6798	205	Stabilizacji	0,7235	0,7217	0,7255	0,7235	183
Odptywu	0,6619	0,4101	0,6775	0,6738	98	Odptywu	0,7091	0,5676	0,7217	0,7177	86
2013						2013					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek
Przyptywu	0,4399	0,4203	0,8111	0,4278	119	Przyptywu	0,6405	0,6257	0,8013	0,6277	74
Stabilizacji	0,4178	0,4158	0,4202	0,4177	201	Stabilizacji	0,6244	0,6231	0,6257	0,6244	162
Odptywu	0,4034	0,2262	0,4157	0,4120	82	Odptywu	0,6029	0,2654	0,6230	0,6200	88
2012						2012					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek
Przyptywu	0,4979	0,4744	0,8388	0,4806	76	Przyptywu	0,5960	0,5625	0,8552	0,5716	51
Stabilizacji	0,4716	0,4685	0,4743	0,4718	190	Stabilizacji	0,5566	0,5495	0,5624	0,5573	123
Odptywu	0,4470	0,2105	0,4684	0,4622	114	Odptywu	0,5273	0,3628	0,5494	0,5389	72
2011						2011					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba spółek
Przyptywu	0,7567	0,7456	0,8626	0,7477	73	Przyptywu	0,6562	0,5766	0,8842	0,5975	22
Stabilizacji	0,7432	0,7404	0,7456	0,7433	170	Stabilizacji	0,5671	0,5553	0,5766	0,5684	60
Odptywu	0,7260	0,3730	0,7403	0,7356	98	Odptywu	0,5096	0,2826	0,5520	0,5291	38

Tabela przedstawia klasyfikację przedsiębiorstw do poszczególnych faz migracji wartości na podstawie syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW notowanych na rynku głównym i NewConnect w latach 2011–2014. Klasyfikacji przedsiębiorstw do faz migracji wartości dokonano zgodnie z modelem SIMW, zawierającym 3 fazy: przyptywu, odpływu wartości oraz stabilizacji. Dla przedsiębiorstw zaklasyfikowanych do każdej fazy migracji wartości w poszczególnych latach obliczono wartości graniczne SIMW, minimum min(SIMW) oraz maksimum max(SIMW), jak również średnią śr(SIMW) i medianę Me(SIMW). Analizę wykorzystano do stworzenia rankingu wzrostów i spadków w ujęciu jednostkowym.

Tabela 13. Migracja wartości – analiza sektorowa dla rynku głównego i New Connect

Rynek Główny						NewConnect					
2014						2014					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów
Przyptywu	0,7620	0,6787	0,9450	0,7205	6	Przyptywu	0,8597	0,7951	0,9318	0,8523	3
Stabilizacji	0,6491	0,6268	0,6709	0,6485	14	Stabilizacji	0,6748	0,6390	0,7538	0,6663	9
Odptywu	0,2975	0,0000	0,3783	0,3652	8	Odptywu	0,3214	0,0287	0,4317	0,3751	7
2013						2013					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów
Przyptywu	0,8198	0,7402	0,9936	0,7795	5	Przyptywu	0,7588	0,6520	0,8815	0,7530	6
Stabilizacji	0,7128	0,6829	0,7342	0,7139	14	Stabilizacji	0,3764	0,3002	0,4264	0,3831	9
Odptywu	0,4753	0,2416	0,6822	0,4219	9	Odptywu	0,2437	0,1456	0,2950	0,2671	4
2012						2012					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów
Przyptywu	0,9422	0,9079	1,0000	0,9301	7	Przyptywu	0,8815	0,6657	0,9946	0,9329	4
Stabilizacji	0,7314	0,6872	0,7619	0,7379	14	Stabilizacji	0,5563	0,4685	0,6290	0,5630	8
Odptywu	0,6252	0,5128	0,6831	0,6484	7	Odptywu	0,3582	0,1003	0,4640	0,4204	5
2011						2011					
Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów	Fazy	śr(SIMW)	min(SIMW)	max(SIMW)	Me(SIMW)	Liczba sektorów
Przyptywu	0,7923	0,6461	0,9588	0,7888	6	Przyptywu	0,7851	0,5152	1,0000	0,8125	4
Stabilizacji	0,5916	0,5498	0,6334	0,5896	14	Stabilizacji	0,4716	0,4458	0,5074	0,4675	8
Odptywu	0,4124	0,3207	0,4917	0,4062	8	Odptywu	0,3422	0,1903	0,4109	0,3712	5

Tabela przedstawia klasyfikację sektorów gospodarczych do poszczególnych faz migracji wartości na podstawie syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW wyodrębnionych dla rynku głównego i NewConnect w latach 2011–2014. Klasyfikacji sektorów gospodarczych do faz migracji wartości dokonano zgodnie z modelem SIMW, zawierającym 3 fazy: przyptywu, odpływu wartości oraz stabilizacji. Dla sektorów zaklasyfikowanych do każdej fazy migracji wartości w poszczególnych latach obliczono wartości graniczne SIMW, minimum min(SIMW) oraz maksimum max(SIMW), jak również średnią śr(SIMW) i medianę Me(SIMW). Analizę wykorzystano do stworzenia rankingu wzrostów i spadków w ujęciu sektorowym.

Przeprowadzona analiza sektorowa dowiodła, że liderzy spadków i wzrostów wartości zmieniają się w badanym okresie. Przykładowo, najbardziej atrakcyjnymi sektorami NewConnect, uwzględniając lata 2014–2011, były kolejno: ochrona zdrowia, handel hurtowy ($\text{maxSIMW} = 0,88147$), przemysł lekki ($\text{maxSIMW} = 0,99461$), media ($\text{maxSIMW} = 0,81347$).

Analizując zmienność w czasie, jedynie cztery sektory niezmiennie były lokowane w tej samej fazie (fazie stabilizacji wartości) we wszystkich czterech latach: informatyka, handel hurtowy, przemysł farmaceutyczny oraz przemysł materiałów biurowych.

Z uwagi na cechy SIMW miara może przyjmować różne wartości w poszczególnych okresach. Obrazują to wyniki przedstawione w tabeli 12 i tabeli 13. Istotne jest miejsce spółek czy sektorów w rankingu procesów migracji wartości.

W tabeli 14 zaprezentowano wyniki badań dotyczące stabilności spółek pod względem miejsca w rankingu migracji wartości. W panelu A, przedstawiającym zależność między SIMW w latach 2011–2014, przeprowadzone analizy nie pozwoliły na odrzucenie hipotezy o niezależności jakiegokolwiek z par SIMW uzyskiwanych w analizowanych okresach. Przesłanek, by uznać zmienne SIMW w czasie za niezależne, nie znaleziono zarówno dla całej badanej populacji przedsiębiorstw, jak również dla odrębnie badanego rynku głównego i NewConnect.

Przeprowadzone obserwacje wskazują na dużą niestabilność alokacji spółek do faz w czasie. Przykładowo, analizując lata 2014 i 2013, można stwierdzić, że zaledwie 47% spółek zakwalifikowanych do fazy stabilizacji w 2013 roku zostało ponownie do niej zakwalifikowanych w roku następnym, w przypadku faz odpływu i przyływu wartości wartość ta wynosiła odpowiednio 22% i 26%. Zależność między zmiennymi weryfikowano testem chi-kwadrat Pearsona oraz testem chi-kwadrat największej wiarygodności. Korelację między przynależnością do faz mierzono współczynnikiem f_i Yule'a. Wyniki przeprowadzonych testów statystycznych prezentuje panel B w tabeli 14. Podobnie jak w przypadku miejsc w rankingu SIMW nie zidentyfikowano żadnej statystycznej zależności pomiędzy wynikami ani dla całej próbki, ani przy jej podziale na rynki. Testy nie wykazały stabilności przynależności alokacji spółek do faz czy też istotnego kierunku zmian w czasie. Współczynnik f_i przyjmuje wartości bliskie zera, potwierdzając brak powiązania między zmiennymi.

Tabela 14. Stabilność spółek w rankingu SIMW i alokacji do faz migracji wartości

Para zmiennych	Wszystkie spółki			Rynek główny			Rynek NewConnect		
Panel A: zależność między SIMW w latach 2011–2014									
	liczba obserwacji	R Spearmana	poziom p	liczba obserwacji	R Spearmana	poziom p	liczba obserwacji	R Spearmana	poziom p
SIMW 2014 & SIMW 2013	726	0,0132	0,7224	402	-0,0427	0,3937	324	0,0560	0,3146
SIMW 2014 & SIMW 2012	626	0,0066	0,8682	380	-0,0097	0,8506	246	0,0806	0,2077
SIMW 2014 & SIMW 2011	461	0,0276	0,5543	341	0,0251	0,6445	366	-0,0001	0,9988
SIMW 2013 & SIMW 2012	626	0,0371	0,3543	380	0,0226	0,6601	246	0,0428	0,5044
SIMW 2013 & SIMW 2011	461	-0,0563	0,2274	341	0,0314	0,5637	324	0,0158	0,7776
SIMW 2012 & SIMW 2011	461	-0,0374	0,4227	341	0,0382	0,4819	246	0,0592	0,3555
Panel B: zależność między przynależnością do faz									
	chi-kwadr.	poziom p	fi	chi-kwadr.	poziom p	fi	chi-kwadr.	poziom p	fi
Faza 2014 & Faza 2013	1,9701	p = 0,7412	0,0521	1,9292	p = 0,7488	0,0693	5,5805	p = 0,2328	0,1312
Faza 2014 & Faza 2012	1,9716	p = 0,7409	0,0520	1,9224	p = 0,7500	0,0691	5,5775	p = 0,2330	0,1301
Faza 2014 & Faza 2011	6,1378	p = 0,1891	0,1154	2,3364	p = 0,6742	0,0828	4,0173	p = 0,4037	0,1048
Faza 2013 & Faza 2012	4,3937	p = 0,3553	0,0838	2,3648	p = 0,6690	0,0789	0,2296	p = 0,9939	0,0306
Faza 2013 & Faza 2011	2,6032	p = 0,6263	0,0752	1,8635	p = 0,7609	0,0739	1,6013	p = 0,8086	0,0703
Faza 2012 & Faza 2011	2,5021	p = 0,6442	0,0737	1,6309	p = 0,8032	0,0692	1,4722	p = 0,8316	0,0774

Tabela przedstawia wyniki uzyskane na podstawie syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW dla przedsiębiorstw notowanych na rynku głównym i NewConnect w latach 2011–2014. Panel A prezentuje zależność między SIMW w poszczególnych latach analizy, z podziałem na spółki notowane na rynku głównym i NewConnect. Wyniki pomiaru stabilności spółek pod względem miejsca w rankingu migracji wartości przedstawiają wartości testu nieparametrycznego rang Spearmana. Panel B prezentuje zależności pomiędzy przyjaznością spółek do faz migracji wartości w czasie. Zależność między zmiennymi weryfikowano testem chi-kwadrat Pearsona oraz testem chi-kwadrat największej wiarygodności. Korelację między przynależnością do faz mierzono współczynnikiem fi Yule'a.

Podsumowanie

Przeprowadzone przez autora badania potwierdzają wcześniejszą tezę Siudaka głoszącą, że migracja wartości na polskim rynku kapitałowym wskazuje silną fluktuację przedsiębiorstw oraz sektorów gospodarczych pomiędzy fazą odpływu wartości, stabilizacji i przyływu. Badania wykazały, że proces migracji wartości był zjawiskiem niestabilnym w latach 2010–2014. Z kolei badania nie wykazały żadnych istotnych statystycznie zależności, które pozwalałyby uznać zmienne SIMW w czasie za zależne, zarówno dla całej badanej populacji przedsiębiorstw, jak również dla odrębnie badanego rynku głównego i NewConnect, w odniesieniu do analizy poszczególnych spółek oraz całych sektorów gospodarczych.

3.4. Wpływ nośników kreowania wartości na fazy migracji wartości przedsiębiorstw

Wprowadzenie

Wpływ nośników wartości przedsiębiorstw na procesy migracji wartości nie został poddany szczegółowej analizie empirycznej, mimo że literatura przedmiotu wskazuje na występowanie pomiędzy nimi zależności. W rozdziale przedstawiono zależność między fazami migracji wartości a czynnikami kreującymi wartość, wykorzystując dane finansowe dla polskiego rynku kapitałowego w latach 2001–2014. Celem przeprowadzonych badań empirycznych było zweryfikowanie, czy zmiany nośników wartości wpływają na przemieszczanie się przedsiębiorstwa pomiędzy fazami migracji wartości oraz czy przejściu spółki z fazy budowania wartości do fazy niszczenia (*build-to-destroy*), jak również z fazy niszczenia wartości do fazy jej budowania (*destroy-to-build*) towarzyszy znaczna zmiana nośników wartości, między innymi takich jak: dynamika sprzedaży, rentowność aktywów czy produktywność środków trwałych. Badania opublikowano w artykule *Interdependence Between Value Drivers and Value Migration Processes. Evidence from Warsaw Stock Exchange*³⁷⁹.

Próba badawcza oraz metodyka badań

Aby zbadać proces migracji wartości na polskim rynku kapitałowym oraz alokację spółek do jednej z trzech faz migracji, autor posłużył się metodą porządkowania

³⁷⁹ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *Interdependence Between Value Drivers and Value Migration Processes. Evidence from Warsaw Stock Exchange Efficiency in Business and Economics*, Springer Proceedings in Business and Economics, Springer International Publishing Switzerland 2018, s. 99–118.

liniowego zaproponowaną przez Siudaka, dodatkowo wzbogaconą o propozycję modyfikacji³⁸⁰. Aby zaklasyfikować firmy i sektory do faz migracji wartości, ustalono trzy zmienne diagnostyczne, które znormalizowano, a następnie autor wykorzystał je do obliczenia zmiennej syntetycznej SIMW.

Do stworzenia próby badawczej wykorzystano następujące dane wejściowe: przychody ze sprzedaży, amortyzację, zapasy, należności handlowe, zysk/stratę netto, wynik z działalności operacyjnej, zobowiązania handlowe, świadczenia pracownicze, bieżące zobowiązania podatkowe, rozliczenia międzyokresowe, rzeczowe aktywa trwałe, wartości niematerialne i prawne, aktywa obrotowe, udziały kapitału jednostki dominującej, aktywa, zobowiązania krótkoterminowe, zobowiązania długoterminowe, kapitalizację rynkową (MCAP). Na podstawie danych wejściowych obliczono determinanty wartości przedsiębiorstw, wykorzystane do dalszej części badań: roczną dynamikę sprzedaży Y/Y (dSales), rentowność sprzedaży (ROS), stopę zwrotu z aktywów (ROA), stopę zwrotu z rynku (ROE), cykl konwersji gotówki (CCC), produktywność środków trwałych (FAP). W kolejnym kroku wykluczone zostały wartości odstające, następnie wartości nośników uszeregowano rosnąco i podzielono na kwartyly³⁸¹.

W przeprowadzonym badaniu autor przeanalizował fazy migracji wartości na podstawie modelu SIMW. W pierwszej kolejności obliczono syntetyczny indeks migracji wartości dla każdego przedsiębiorstwa ujętego w próbie badawczej. Następnie dokonano klasyfikacji spółek do jednej z trzech faz migracji wartości: fazy niszczenia (D), stabilizacji (S) i budowania wartości (B). Klasyfikację powtórzono oddzielnie dla każdego badanego okresu. Metoda SIMW opiera się na rynkowej wartości dodanej MVA, dlatego autor przeanalizował również następujące miary: MVA, Δ MVA oraz MVA/IC. Na podstawie analizowanych miar pogrupowano przedsiębiorstwa do odpowiednich kwartyli: MVA, Δ MVA oraz MVA/IC, oddzielnie dla każdego roku.

W przeprowadzonych badaniach empirycznych zweryfikowano drugą i trzecią hipotezę szczegółową pracy.

W celu zweryfikowania hipotezy H2 zebrane zostały dane finansowe dla każdego przedsiębiorstwa i wykonane obliczenia wskaźników finansowych oraz nośników wartości. Następnie przeanalizowano wartość wskaźników i nośników wartości w każdej fazie migracji wartości i dla każdego kwartylu MVA.

³⁸⁰ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *Migracja wartości...*, dz. cyt., s. 182–184.

³⁸¹ Szczegółowe definicje przedstawiono w rozdziale 3.1.

Zbudowano dwie macierze, obie zawierające 324032 obserwacje badawcze, które wykorzystane zostały w badaniach statystycznych.

Na kolejnym etapie dokonano weryfikacji, czy wybrane nośniki wartości przyjmują różną wartość dla przedsiębiorstw zaklasyfikowanych do różnych faz migracji wartości. W celu zbadania różnic pomiędzy nośnikami wartości w poszczególnych fazach i kwartylach zastosowano parametryczną jednokierunkową analizę wariancji ANOVA i nieparametryczny test Kruskala–Wallisa. Następnie wykorzystano test parametryczny Tukeya oraz test post hoc do testu Kruskala–Wallisa, aby porównać wartości poszczególnych determinantów wartości ze średnią wartością nośników dla każdej grupy.

W celu zweryfikowania hipotezy H3 przeanalizowane zostały zmiany nośników wartości w odniesieniu do przemieszczania się przedsiębiorstw z fazy budowania wartości do jej niszczenia (BtD)³⁸² oraz z fazy niszczenia wartości do jej budowania (DtB)³⁸³. W badaniu dokonano założenia, że proces BtD ma miejsce, gdy spółka została zaklasyfikowana w pierwszej kolejności do fazy budowania wartości i pozostała w niej przez co najmniej 2 lata, a następnie przeszła do fazy jej niszczenia. Proces DtB zachodzi wówczas, gdy obserwuje się sytuację odwrotną. Wykorzystując miary MVA, ΔMVA , MVA/IC oraz $\Delta MVA/IC$, dokonano założenia, że procesy migracji wartości zachodzą, gdy przedsiębiorstwa przemieszczają się pomiędzy skrajnymi kwartylami, tj. pierwszym i czwartym. Z próby badawczej wyodrębnione zostały spółki, dla których zachodzą procesy BtD oraz DtB. W kolejnym etapie porównano zmianę nośników wartości zachodzącą podczas procesu migracji wartości ze średnią roczną zmianą nośników dla całej próby badawczej. W tym celu wykorzystano miarę zdefiniowaną jako $\frac{x_{t-1}-x_t}{|x_t|}$, gdzie x_t to wartość nośnika w roku t, a x_{t-1} jest wartością w roku poprzednim. W mianowniku formuły obliczeniowej autor zastosował wartość bezwzględną w celu dostosowania jej do realnej interpretacji, ponieważ w kilku przypadkach wystąpiły wartości ujemne. W celu weryfikacji istotności statystycznej uzyskanych wyników zastosowano tę samą procedurę jak w przypadku weryfikacji hipotezy pierwszej, tj. parametryczną jednokierunkową analizę wariancji ANOVA i nieparametryczne testy Kruskala–Wallisa, test Tukeya oraz test post hoc dla testu Kruskala–Wallisa.

³⁸² *Build to destroy* – fluktuacja wartości z fazy budowania do fazy niszczenia wartości.

³⁸³ *Destroy to build* – fluktuacja wartości z fazy niszczenia do fazy budowania wartości.

Omówienie wyników

W tabeli 15 (kolumny 1–4) autor zaprezentował wyniki wskaźników finansowych dla przedsiębiorstw zaklasyfikowanych wcześniej do jednej z trzech faz migracji wartości (fazy migracji wartości D, S, B).

Analiza uzyskanych wyników wskazuje, że duże spółki charakteryzujące się wysoką sprzedażą oraz aktywami zostały zaklasyfikowane do faz skrajnych, tj. niszczenia wartości (D) i budowania wartości (B), oraz do pierwszego i czwartego kwartyła MVA. W przypadku miary względnej, jaką jest MVA/IC, rozkład skali biznesu zbliża się do dyskretnego. Miara ΔMVA przyjmuje wartość ujemną dla przedsiębiorstw będących w fazie niszczenia wartości (D), co jest zgodne z założeniami modelu SIMW.

Badanie zależności pomiędzy zmianami nośników wartości i przemieszaniem się przedsiębiorstwa pomiędzy fazami migracji wartości wykazało istotność pomiędzy miarami migracji wartości a dynamiką sprzedaży oraz miarami migracji wartości i rentownością. Zarówno dla rocznej, jak i 3-letniej dynamiki sprzedaży zaobserwowano jej wzrost wraz ze zwiększeniem SIMW – miary migracji wartości. Ten sam związek widoczny jest w analizie stopy zwrotu z kapitału własnego i stopy zwrotu z aktywów. Miary rentowności wrastają w kolejnych fazach i kwartylach MVA. Wprawdzie stopa zwrotu ze sprzedaży w fazie D jest wyższa niż w fazie S, można jednak zaobserwować pozytywny związek pomiędzy ROS i MVA oraz ROS i ΔMVA . Obserwacje nie wskazują na występowanie istotnych statystycznie zależności pomiędzy miarami migracji wartości a cyklem konwersji gotówki CCC, produktywnością środków trwałych FAP i płynnością. Jednak zauważalny jest spadek CCC wraz ze wzrostem MVA/IC.

Aby ocenić, czy pomiędzy fazami migracji wartości a determinantami wartości występują zależności, autor przeprowadził testy statystyczne, w tym testy rang. Tabela 16 przedstawia klasyfikację determinantów wartości do faz migracji wartości na podstawie modelu Siudaka. Z kolei tabele 17, 18 oraz 19 przedstawiają klasyfikację determinantów wartości do kwartyli na podstawie kolejno MVA, ΔMVA oraz MVA/IC.

Wzrost syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW uwarunkowany jest wzrostem zarówno sprzedaży, jak i rentowności, co obrazuje tabela 16. Wraz z przejściem przedsiębiorstwa do kolejnej fazy można zaobserwować zwiększenie dynamiki sprzedaży, wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE) oraz wzrost

zwrotu z aktywów (ROA). Statystyczne testy rang potwierdzają, że dynamika sprzedaży i rentowność osiągnięte przez firmy w fazie budowania wartości są wyższe niż w fazie jej niszczenia. Jednak w przypadku wskaźników rentowności różnice pomiędzy fazami niszczenia wartości i stabilizacji są niewielkie i statystycznie nieistotne. Może to wskazywać na wpływ innych czynników finansowych lub niefinansowych na odpływ wartości, co powoduje zaklasyfikowanie takich przedsiębiorstw do fazy niszczenia wartości. Warto również zauważyć, że spółki znajdujące się w fazie D uzyskują dość podobne cechy w porównaniu ze spółkami z fazy B, uwzględniając przy tym ROS, CCC wyrażone w dniach oraz FAP. Zarówno spółki zaklasyfikowane do fazy D, jak i B uzyskują wyższą stopę zwrotu ze sprzedaży i wyższą efektywność w zarządzaniu kapitałem obrotowym i środkami trwałymi. Na podstawie wskazanych determinantów wartości można założyć, że przedsiębiorstwa zaklasyfikowane do fazy odpływu i przyływu wartości realizują podobne modele biznesowe, natomiast wpływ innego nośnika wartości (finansowego lub niefinansowego) może powodować zróżnicowanie w tworzeniu wartości spółki.

Zależność pomiędzy dynamiką sprzedaży, rentownością i miarami opartymi na MVA jest widoczna i silna. Jak wykazano w tabelach 15–19, dynamika sprzedaży, ROE, ROA, ROS wzrasta w kolejnych fazach. Niewielkie odchylenie od tej reguły można zaobserwować tylko dla ROS, która przyjmuje mniejszą wartość w drugim kwartylu zamiast w pierwszym dla MVA i ΔMVA .

Testy rang potwierdziły, że rentowność i tempo wzrostu silnie determinują wskaźniki migracji wartości oparte na MVA. W przypadku CCC zaobserwowano słaby negatywny związek z miarami MVA. Z kolei cykl konwersji gotówki maleje w dniach w odniesieniu do wyższych wartości MVA. Krótsze cykle kapitału obrotowego oznaczają większą wydajność operacyjną i potencjał tworzenia wartości. Jednak zależność ta nie jest silna, co potwierdziły statystyczne testy Kruskala–Wallisa, natomiast statystyka F nie potwierdziła jej znaczenia. Produktywność środków trwałych nie identyfikuje wyraźnego związku z miarami MVA.

Tabela 15. Determinanty wartości i wskaźniki finansowe w fazach migracji wartości

Nośniki wartości (średnia)	Fazy migracji wartości			MVA				dMVA				MVA/IC			
	D	S	B	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Sales [mPLN]	3138	367	1977	2171	205	379	3091	3181	322	335	2016	1746	1664	1622	852
EBIT [mPLN]	275	19	215	129	9	24	364	277	18	17	214	87	146	201	96
Net Profit /Loss [mPLN]	205	12	163	98	6	18	270	207	12	11	162	73	107	147	68
Assets [mPLN]	3884	279	2039	2368	148	296	3669	3941	257	248	2045	1702	2044	1965	819
MCap [mPLN]	2228	177	1788	962	78	207	3113	2254	147	184	1784	674	1172	1427	1119
MVA [mPLN]	317	53	765	-336	10	73	1430	316	27	71	767	-235	116	517	788
dMVA [mPLN]	-492	2	391	-130	-9	1	34	-485	-27	19	387	-70	-104	0	68
sales Dynamic Y/Y [n/d]	1,09	1,12	1,16	1,09	1,11	1,14	1,15	1,09	1,12	1,12	1,16	1,08	1,10	1,12	1,19
sales Dynamic 3Y [n/d]	1,13	1,13	1,16	1,09	1,12	1,17	1,17	1,12	1,13	1,14	1,17	1,08	1,12	1,15	1,20
ROS [%]	8,5	7,0	9,8	6,6	6,6	8,1	10,8	8,4	6,9	7,2	9,8	6,1	7,6	8,5	10,0
ROE (TTM) [%]	10,1	10,2	14,7	6,1	9,8	13,8	15,4	9,3	10,1	11,1	14,6	6,0	9,2	12,0	18,1
ROA (TTM) [%]	5,1	5,2	7,6	3,4	5,0	7,1	7,7	4,7	5,0	5,8	7,5	3,3	4,6	6,0	9,3
CCC [days]	56	70	56	67	64	62	60	62	70	62	58	72	72	64	45
FAP [n/d]	13,80	11,48	14,15	13,04	14,02	15,95	7,86	10,04	15,22	12,17	13,42	12,70	9,80	12,24	15,95
CR [n/d]	1,90	2,18	1,96	1,81	2,10	2,47	1,84	1,81	1,96	2,44	2,01	1,85	1,94	1,92	2,50
D/E [n/d]	1,17	1,10	1,10	0,97	1,10	1,14	1,26	1,17	1,11	1,06	1,13	0,93	1,21	1,20	1,15

Tabela przedstawia średnie wartości dla wskaźników finansowych i nośników wartości w całej próbie badawczej. Jednostki określające ich wielkość zawarte zostały w kolumnie pierwszej. Dane finansowe zaprezentowano w milionach złotych [mPLN], n/d oznacza, że jednostka miary nie jest określona. Klasyfikacji do faz migracji wartości dokonano zgodnie z modelem Siudaka, zawierającym 3 fazy: niszczenia wartości (D), stabilizacji (S) oraz budowania (B). Q1, Q2, Q3, Q4 wskazują spółki zaklasyfikowane do kwartyli na podstawie MVA, dMVA, MVA/IC.

Tabela 16. Klasyfikacja determinantów wartości do faz migracji wartości na podstawie modelu Siudaka

Faza	dSales [n/d]	ROE [%]	ROA [%]	ROS [%]	CCC [n/d]	FAP [n/d]
	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me
Panel A Nośniki wartości						
D	1,09 1,06	10,06 8,00	5,11 4,06	8,52 5,75	56,39 40,71	13,80 3,21
S	1,12 1,09	10,20 8,09	5,21 3,99	6,96 5,01	69,51 52,77	11,48 3,85
B	1,16 1,13	14,66 12,76	7,55 6,30	9,82 8,42	56,47 42,02	14,15 3,36
Total	1,12 1,09	10,77 8,90	5,40 4,30	8,01 5,80	63,04 46,87	12,72 3,53
Panel B Testy rang dla faz migracji wartości						
F	10,39 ***	37,51 ***	40,43 ***	38,15 ***	4,62 ***	0,48
K-W	32,80 ***	83,88 ***	86,03 ***	82,47 ***	22,17 ***	26,17 ***
D vs B	***/**	***/**	***/**	***/**	/	/
D vs S	***/**	/	/	***/**	***/**	/*
S vs B	***/**	***/**	***/**	***/**	***/**	/*

Panel A przedstawia średnie (AVG) i mediany (Me) dla nośników wartości. Przedsiębiorstwa zostały pogrupowane według faz migracji wartości na podstawie modelu SIMW, tj. fazy odpływu (D), stabilizacji (S) i przypływu wartości (B). Do porównania wyników zastosowano jednokierunkowe testy ANOVA i Kruskala–Wallisa (test K–W). (*), (**), (***) wskazują, że różnice są istotne odpowiednio przy 10-, 5- i 1-proc. poziomie istotności. Panel B przedstawia wyniki testów rang. Porównywane są nośniki wartości dla każdej pary faz. Przedstawiono również wyniki testu post hoc Tukeya (pierwszy wskaźnik przed ukośnikiem) i nieparametryczny test Kruskala–Wallisa (drugi wskaźnik po ukośniku). Istotność statystyczna jest identyfikowana przez (*), (**), (***) w ten sam sposób.

Tabela 17. Klasyfikacja determinantów wartości do kwartyli na podstawie MVA

Faza	dSales [n/d]	ROE [%]	ROA [%]	ROS [%]	CCC [n/d]	FAP [n/d]
	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me
Panel A MVA						
Q1	1,09 1,05	6,07 5,17	3,36 2,87	6,65 4,75	66,56 55,26	13,04 2,98
Q2	1,11 1,08	9,81 7,68	4,96 3,79	6,60 4,57	64,09 48,70	14,02 3,88
Q3	1,14 1,11	14,84 12,08	7,06 5,91	8,14 6,37	62,05 45,75	15,95 4,15
Q4	1,15 1,12	15,42 14,12	7,69 6,70	10,83 9,10	59,62 40,67	7,86 3,14
Panel B Testy rang dla kwartyli MVA						
F	8,67 ***	95,32 ***	80,35 ***	54,09 ***	0,46 ***	1,86 ***
K-W	37,67 ***	344,13 ***	264,11 ***	162,47 ***	20,29 ***	53,21 ***
Q1vsQ2	/*	***/**	***/**	/	/	/**
Q1vsQ3	***/**	***/**	***/**	***/**	/	/**
Q1vsQ4	***/**	***/**	***/**	***/**	**/**	/
Q2vsQ3	/*	***/**	***/**	***/**	/	/
Q2vsQ4	**/**	***/**	***/**	***/**	/**	/**
Q3vsQ4	/	**/**	/	***/**	/	/**

Wyjaśnienie zastosowanych skrótów, oznaczeń oraz struktura tabeli zostały omówione w tabeli 16. Przedsiębiorstwa pogrupowano do kwartyli na podstawie miary MVA.

Tabela 18. Klasyfikacja determinantów wartości do kwartyli *na podstawie* Δ MVA

Faza	dSales [n/d]	ROE [%]	ROA [%]	ROS [%]	CCC [n/d]	FAP [n/d]
	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me
Panel A dMVA						
Q1	1,09 1,06	9,34 7,35	4,68 3,65	8,35 5,59	61,62 42,19	10,04 2,88
Q2	1,12 1,08	10,06 7,88	5,03 3,77	6,87 4,99	69,91 53,89	15,22 3,88
Q3	1,12 1,10	11,09 9,66	5,79 4,66	7,16 5,28	62,38 48,88	12,17 3,90
Q4	1,16 1,13	14,56 12,78	7,53 6,21	9,84 8,15	58,23 42,22	13,42 3,39
Panel B Testy rang dla kwartyli dMVA						
F	8,90 ***	26,69 ***	31,21 ***	24,25 ***	1,32	0,72
K-W	43,61 ***	94,73 ***	93,96 ***	67,81 ***	11,00 **	38,25 ***
Q1vsQ2	/*	/	/	/*	/	/***
Q1vsQ3	/***	**/***	***/***	/	/	/***
Q1vsQ4	***/***	***/***	***/***	***/***	/	/**
Q2vsQ3	/	/	/**	/	/	/
Q2vsQ4	***/***	***/***	***/***	***/***	/**	/*
Q3vsQ4	***/***	***/***	***/***	***/***	/	/

Wyjaśnienie zastosowanych skrótów, oznaczeń oraz struktura tabeli zostały omówione w tabeli 16. Przedsiębiorstwa pogrupowano do kwartyli na podstawie miary Δ MVA.

Tabela 19. Klasyfikacja determinantów wartości do kwartyli *na podstawie* MVA/IC

Faza	dSales [n/d]	ROE [%]	ROA [%]	ROS [%]	CCC [n/d]	FAP [n/d]
	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me	AVG Me
Panel A MVA/IC						
Q1	1,08 1,05	5,96 4,86	3,28 2,70	6,10 4,36	72,25 61,38	12,70 3,20
Q2	1,10 1,07	9,22 7,98	4,56 3,92	7,59 5,41	71,62 48,21	9,80 3,33
Q3	1,12 1,10	11,99 10,99	5,95 5,09	8,46 6,22	63,72 44,58	12,24 3,64
Q4	1,19 1,15	18,06 17,92	9,31 8,83	10,01 8,30	45,45 36,58	15,95 4,05
Panel B Testy rang dla kwartyli MVA/IC						
F	18,54 ***	148,43 ***	145,55 ***	36,23 ***	8,61 ***	1,00
K-W	57,65 ***	446,12 ***	380,32 ***	127,39 ***	53,91 ***	33,96 ***
Q1vsQ2	/	***/***	***/***	*/***	/	/
Q1vsQ3	/***	***/***	***/***	***/***	***/***	/
Q1vsQ4	***/***	***/***	***/***	***/***	***/***	/***
Q2vsQ3	/*	***/***	***/***	**/	/	/
Q2vsQ4	***/***	***/***	***/***	***/***	***/***	/***
Q3vsQ4	***/***	***/***	***/***	***/***	/*	/**

Wyjaśnienie zastosowanych skrótów, oznaczeń oraz struktura tabeli zostały omówione w tabeli 16. Przedsiębiorstwa pogrupowano do kwartyli na podstawie miary MVA/IC.

W tabelach 20 i 21 przedstawiono, jak zmieniają się determinanty wartości, gdy zachodzą procesy migracji wartości na rynku kapitałowym. Jak wynika z panelu A tabeli 20, jeśli ma miejsce migracja spółki z fazy przyływu do fazy odpływu (BtD), towarzyszy jej spadek dynamiki sprzedaży. Podobnie migracji spółki z fazy odpływu do fazy przyływu (DtB) towarzyszy wzrost wskaźnika dynamiki sprzedaży. Dynamika sprzedaży zaobserwowana dla spółek podczas obu procesów migracji wartości znacznie różni się od średniej rocznej zmiany dla całej próby badawczej. Dlatego można założyć, że zmiana sprzedaży silnie determinuje procesy migracji wartości.

Analogiczne wyniki autor zaobserwował w przypadku zmiany rentowności towarzyszącej procesom migracji wartości. Panele B, C i D wskazują, że szczególnie duży spadek rentowności dotyczy procesu BtD. Zależność widoczna jest dla zwrotu z kapitału własnego oraz zwrotu z aktywów i rentowności sprzedaży zarówno dla modelu SIMW, jak i każdej miary MVA. Statystyka t potwierdza, że zmiana rentowności jest znacznie niższa podczas procesu BtD niż jej średnia w całej próbie badawczej i procesie DtB. Dlatego też pogorszenie rentowności przedsiębiorstwa wydaje się mieć znaczący wpływ na procesy migracji wartości w kierunku jej niszczenia.

Podczas analizy migracji wartości w przeciwnym kierunku spółki uzyskują pozytywną zmianę rentowności, jednak testy statystyczne nie potwierdzają we wszystkich przypadkach, że różnice między wynikami dla procesu BtD i średniej całej próbki są znaczące. Zwłaszcza ruchowi wartości z fazy odpływu do fazy przyływu nie towarzyszy dodatnia zmiana rentowności sprzedaży. Wyniki te są zgodne z dobrze znanym modelem Du Ponta i potwierdzają, że poprawa wskaźnika marży zysku nie jest wystarczająca do kreowania wartości.

Wyniki zaprezentowane w panelu E wskazują, że nie ma wyraźnego związku pomiędzy procesami migracji wartości a zmianą CCC. Nie ma wątpliwości, że efektywność kapitału obrotowego wpływa na tworzenie wartości, ale w istniejącym modelu biznesowym jego istotna zmiana jest trudna do wdrożenia i występuje rzadko.

W panelu F autor przedstawił wyniki dla produktywności środków trwałych. Proces DtB związany jest z poprawą FAP, podczas gdy w procesie BtD FAP znacznie spada. Wyniki te można wyjaśnić bezpośrednim wpływem zmiany sprzedaży na FAP.

Tabela 20. Współzależność pomiędzy zmianą nośnika wartości (dynamika sprzedaży Y/Y, ROE, ROA) a fazami migracji wartości

		Model Siudaka	MVA	dMVA	MVA/IC
Panel A: Wyniki dla dynamiki sprzedaży Y/Y					
A	średnia zmiana	-1,50			
B	z fazy budowania do fazy niszczenia	-16,73	-21,08	-10,41	-14,32
C	z fazy niszczenia do fazy budowania	19,43	13,08	4,59	11,43
t – statystyka					
	B vs C	-6,99 ***	-5,22 ***	-4,27 ***	-4,29 ***
	B vs A	9,50 ***	6,54 ***	4,28 ***	5,45 ***
	C vs A	-9,02 ***	-10,42 ***	-5,88 ***	-8,17 ***
Panel B: Wyniki dla ROE					
A	średnia zmiana	-0,73			
B	z fazy budowania do fazy niszczenia	-51,39	-54,77	-27,14	-48,32
C	z fazy niszczenia do fazy budowania	40,85	11,28	18,53	12,57
t – statystyka					
	B vs C	-5,88 ***	5,33 ***	-6,74 ***	-3,58 ***
	B vs A	2,89 ***	0,75	2,27 **	0,91
	C vs A	-5,06 ***	-5,33 ***	-3,84 ***	-5,77 ***
Panel C: wyniki dla ROA					
A	średnia zmiana	-6,02			
B	z fazy budowania do fazy niszczenia	-51,91	-51,66	-24,71	-33,97
C	z fazy niszczenia do fazy budowania	59,40	37,83	12,04	7,27
t – statystyka					
	B vs C	-7,00 ***	-4,94 ***	-5,10 ***	-3,89 ***
	B vs A	5,00 ***	3,46 ***	2,28 ***	1,38
	C vs A	-4,86 ***	-4,89 ***	-2,85 ***	-4,07 ***

Tabela przedstawia zmianę determinantów wartości dla (A) średniej rocznej zmiany w całej próbie badawczej, (B) procesu migracji wartości BtD i (C) procesu migracji wartości DtB. Zmiany przedstawiono w procentach. Wyniki statystyki t zostały zaprezentowane dla każdej pary zmian. (*), (**), (***) wskazują, że różnice są znaczące na poziomie istotności 10%, 5% i 1%.

Tabela 21. Współzależność pomiędzy zmianą nośnika wartości (ROS, CCC, FAP) a fazami migracji wartości

		Model Siudaka	MVA	dMVA	MVA/IC
Panel D: Wyniki dla ROS					
A	średnia zmiana	3,08			
B	z fazy budowania do fazy niszczenia	-31,73	-53,81	-14,37	-17,91
C	z fazy niszczenia do fazy budowania	19,76	4,84	0,98	4,20
t – statystyka					
	B vs C	-6,06 ***	-8,83 ***	-3,76 ***	-3,41 ***
	B vs A	2,61 ***	0,31	-0,65	0,29
	C vs A	-7,96 ***	-11,47 ***	-5,81 ***	-6,54 ***
Panel E: Wyniki dla CCC					
A	średnia zmiana	3,89			
B	z fazy budowania do fazy niszczenia	-15,68	-6,08	-3,55	-5,86
C	z fazy niszczenia do fazy budowania	-14,68	-6,76	-4,00	-7,59
t – statystyka					
	B vs C	0,07	0,08	0,07	0,22
	B vs A	-1,96 *	-1,10	-1,43	-1,68 *
	C vs A	-2,13 **	-1,19	-1,28	-1,54
Panel F: Wyniki dla FAP					
A	średnia zmiana	1,34			
B	z fazy budowania do fazy niszczenia	-12,81	-9,10	-12,61	-13,54
C	z fazy niszczenia do fazy budowania	8,09	3,44	10,96	30,17
t – statystyka					
	B vs C	-2,29 **	-1,33	-6,25 ***	-3,61 ***
	B vs A	5,01 ***	3,54 ***	4,55 ***	5,64 ***
	C vs A	-1,97 **	-0,64	-3,97 ***	-6,53 ***

Tabela przedstawia zmianę determinantów wartości dla (A) średniej rocznej zmiany w całej próbie badawczej, (B) procesu migracji wartości BtD i (C) procesu migracji wartości DtB. Zmiany przedstawiono w procentach. Wyniki statystyki t zostały zaprezentowane dla każdej pary zmian. (*), (**), (***) wskazują, że różnice są znaczące na poziomie istotności 10%, 5% i 1%.

Podsumowanie

Przeprowadzone przez autora badania wskazują na występowanie znaczącego wpływu czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa na proces migracji wartości na polskim rynku kapitałowym. Spółki znajdujące się w fazie budowania wartości charakteryzują się wyższym wskaźnikiem dynamiki sprzedaży i rentownością sprzedaży, aktywów oraz kapitału własnego w porównaniu z przedsiębiorstwami zaklasyfikowanymi do fazy niszczenia wartości. Wskaźniki dynamiki sprzedaży i rentowności sprzedaży, aktywów i kapitału własnego silnie determinują zarówno syntetyczny indeks migracji wartości SIMW, jak również miary oparte na rynkowej wartości dodanej MVA. Relacja ta jest szczególnie widoczna w przypadku analizy rentowności aktywów i rentowności kapitału własnego.

Z kolei analiza wskaźników rentowności wykazała niewielkie różnice w osiągniętych wartościach między fazami niszczenia i stabilizacji, które są statystycznie nieistotne. Podobnie biorąc pod uwagę ROS, CCC i FAP, spółki znajdujące się w fazie niszczenia i budowania wartości charakteryzują się wyższym zwrotem ze sprzedaży oraz wyższą wydajnością w zarządzaniu kapitałem obrotowym i środkami trwałymi. Obserwacje te wskazują, że inne czynniki finansowe, takie jak ryzyko, dźwignia finansowa, lub czynniki niefinansowe mogą wpływać na migrację wartości, w szczególności na jej odpływ. Zarówno metoda SIMW, jak i miary oparte na MVA klasyfikują duże przedsiębiorstwa o wysokiej wartości sprzedaży, zysków i aktywów do faz skrajnych – budowania i niszczenia wartości, a także do pierwszego i czwartego kwartyłu MVA. Małe i średnie spółki są najczęściej zaklasyfikowane do fazy stabilizacji lub do drugiego i trzeciego kwartyłu MVA i Δ MVA.

Przeprowadzone przez autora badania wskazują, że procesy migracji wartości są silnie zdeterminowane przez zmiany nośników wartości. Ruchowi z fazy budowania do fazy niszczenia towarzyszy spadek dynamiki sprzedaży i znaczący spadek rentowności sprzedaży, kapitału własnego oraz aktywów. Zasada ta dotyczy zwrotu z kapitału własnego, aktywów i sprzedaży zarówno dla modelu SIMW, jak i każdej miary opartej na MVA. Migracja wartości w przeciwnym kierunku wiąże się ze wzrostem wskaźnika dynamiki sprzedaży i pozytywną zmianą rentowności, jednak testy nie potwierdziły, że różnice między uzyskanymi wynikami a średnią dla całej próby są istotne we wszystkich przypadkach. Nie ma wyraźnego związku pomiędzy procesami migracji

wartości a zmianami w CCC i FAP. Zaobserwowano jednak słaby negatywny związek pomiędzy CCC i MVA.

3.5. Wpływ marży granicznej na procesy migracji wartości

Wprowadzenie

Literatura poruszająca zagadnienia związane z procesami migracji wartości nie poświęca uwagi badaniom empirycznym, opisującym zależności pomiędzy osiąganiem przez spółki marży granicznej a procesami migracji wartości. W niniejszym podrozdziale skupiono się właśnie na zbadaniu tej relacji – wpływie minimalnej marży zysku operacyjnego na fluktuację wartości pomiędzy przedsiębiorstwami.

Analizy przeprowadzono na przykładzie spółek notowanych na polskim rynku kapitałowym, wykorzystując dane z lat 2001–2014. Zbadano zależność pomiędzy nadwyżką rentowności sprzedaży spółek nad marżą graniczną wyznaczaną według formuły Rappaporta a przypisaniem spółek do fazy migracji wartości według metody SIMW. W podsumowaniu autor zaprezentował wnioski z uzyskanych wyników istotne z punktu widzenia dalszych badań nad procesami migracji wartości i modelami opisującymi wartość. Badania opublikowano w artykule *Influence Threshold Margin on Value Migration Processes*³⁸⁴.

Próba badawcza oraz metodyka badań

Wstępny materiał badawczy stanowiły sprawozdania finansowe spółek (jednostkowe i skonsolidowane) opublikowane pod koniec roku za lata 2001–2014 oraz notowania giełdowe w tych latach.

Na pierwszym etapie, na podstawie wstępnego materiału badawczego, wyodrębniono przedsiębiorstwa posiadające kompletne i ustandaryzowane sprawozdania finansowe w celu uzyskania właściwej próby empirycznej. Następnie, opierając się na dostępnych danych opublikowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz danych zaprezentowanych przez A. Damodarana³⁸⁵,

³⁸⁴ M.J. Kowalski, Ł. Biliński, *Influence Threshold Margin on Value Migration Processes*, w: Z. Wilimowska, L. Borzowski, J. Świątek (eds.), *Information Systems Architecture and Technology: Proceedings of 40th Anniversary International Conference on Information Systems Architecture and Technology – ISAT 2019*. ISAT 2019. Advances in Intelligent Systems and Computing 2019, vol. 1052, Springer, s. 26–36.

³⁸⁵ *Betas by Sector (US)*, [www.pages.stern.nyu.edu, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) (stan na dzień 05 maja 2019).

wyodrębniono 29 sektorów gospodarczych i przyporządkowano do nich przedsiębiorstwa notowane na rynku głównym oraz na NewConnect.

Do określenia kapitalizacji rynkowej wykorzystano średnią wycenę rynkową akcji w danym roku, opierając się na dziennych notowaniach.

Pierwotnie materiał obejmował 2656 obserwacji rozumianych jako dane spółki w określonym roku. Jako że przy kalkulacji marży granicznej autor opierał się na zmianach rocznych kapitału pracującego i środków trwałych, liczba obserwacji zmniejszyła się do 1910. W przyjętej procedurze badawczej odrzucono spółki, które odnotowywały ujemną rentowność operacyjną sprzedaży oraz obserwacje odstające, co finalnie pozwoliło uzyskać próbę zawierającą 1147 obserwacji.

W przeprowadzonym badaniu empirycznym autor zweryfikował czwartą hipotezę szczegółową pracy.

W celu weryfikacji hipotezy badawczej H4 przeanalizowano fazy migracji wartości, opierając się na modelu proponowanym przez Siudaka³⁸⁶. Do zbadania procesów migracji wartości zachodzących na polskim rynku kapitałowym, jak również sposobu alokowania przedsiębiorstw do poszczególnych faz zastosowano metodę porządkowania liniowego SIMW.

Po pierwsze obliczono syntetyczny indeks migracji wartości SIMW dla każdego przedsiębiorstwa w próbie badawczej oraz zaklasyfikowano spółki do jednej z trzech faz migracji wartości: fazy niszczenia wartości (D), fazy stabilizacji (S) oraz fazy budowania wartości (B). Klasyfikację przedsiębiorstw przeprowadzono oddzielnie dla każdego roku, stosując metodę SIMW, która oparta jest na rynkowej wartości dodanej, dlatego też autor przeanalizował następujące miary: MVA, Δ MVA, MVA/IC.

W celu dokonania klasyfikacji przedsiębiorstw pod kątem faz migracji wartości zidentyfikowano trzy zmienne diagnostyczne, które następnie zostały znormalizowane i wykorzystane do obliczenia zmiennej syntetycznej. Na podstawie wyodrębnionych danych empirycznych autor obliczył marżę graniczną, stosując klasyczny model Rappaporta³⁸⁷:

³⁸⁶ D. Siudak, *Analiza...*, dz. cyt., s. 482–501.

³⁸⁷ A. Rappaport, *Selecting Strategies ...*, dz. cyt., s. 149.

$$p'_{min} = \frac{(f + w)k}{(1 - T)(1 + K)} \quad (40)$$

gdzie:

- f – nakłady inwestycyjne pomniejszone o amortyzację, przypadające na jednostkę pieniężną wzrostu sprzedaży,
- w – środki pieniężne wymagane na kapitał obrotowy netto, przypadające na jednostkę pieniężną wzrostu sprzedaży,
- k – średnioważony koszt kapitału,
- T – stawka podatku dochodowego (19%).

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału (WACC) wykorzystano klasyczny model CAPM w celu określenia kosztu kapitału własnego. Do oszacowania WACC przyjęto dane w sposób przedstawiony w tabeli 22.

Tabela 22. Kalkulacja WACC

Zmienna	Charakterystyka
Stopa wolna od ryzyka	Rozumiana jako oprocentowanie 10-letnich obligacji Skarbu Państwa w danym roku analizy.
Beta lewarowana	Wyznaczona dla sektora, do którego została zaklasyfikowana spółka na podstawie wskaźnika D/E spółki i formuły Damodarana.
Beta odlewarowana	Rozumiana jako beta sektora, do którego została przypisana spółka. Beta sektora została określona na podstawie danych Damodarana: beta, beta odlewarowana.
Premia za ryzyko	Wyznaczona na podstawie danych Damodarana: podstawowa premia za zainwestowanie w kapitał własny i premia za ryzyko w kraju, odrębnie co roku.
Koszt długu	Rozumiany jako stopa wolna od ryzyka powiększona o premię za ryzyko kredytodawcy. Wyznaczona na podstawie danych Damodarana: podstawowa premia za zainwestowanie w kapitał własny i premia za ryzyko w kraju, odrębnie co roku.

Ostatecznie autor przeanalizował różnicę pomiędzy rentownością sprzedaży (ROS) a marżą graniczną (TH), gdzie ROS wyznaczył jako EBIT/przychody.

Na kolejnym etapie zbadano relację pomiędzy marżą graniczną a procesami migracji wartości, tj. czy osiągnięcie przez przedsiębiorstwo minimalnego zysku operacyjnego determinuje fluktuację wartości. W tym celu obliczono statystyki opisowe dla różnicy pomiędzy rentownością operacyjną sprzedaży a marżą graniczną (średnią arytmetyczną, medianę, wariancję, odchylenie standardowe) dla całej próby oraz osobno dla spółek zaklasyfikowanych do trzech faz migracji wartości. Na kolejnym etapie do zweryfikowania, czy zaobserwowane różnice pomiędzy wynikami można uznać za statystycznie istotne, autor zastosował testy rang: jednokierunkowe testy ANOVA oraz Kruskala–Wallisa.

Omówienie wyników

W tabeli 23 zaprezentowano uzyskane wyniki w zakresie przyjętej do analizy zmiennej, obejmujące również prezentację statystyk opisowych. Dane przedstawiono w odniesieniu do całej próby i spółek przypisanych wg zmodyfikowanego modelu SIMW do trzech faz migracji wartości, o czym autor pisał szerzej w rozdziale 3.3.

Tabela 23. Statystyka opisowa dla ROS-TH

ROS-TH	N	Avg	Q1	Med	Q3	Var	St. Dev
All	1 147	-0,0302	-0,0710	-0,0040	0,0333	0,0123	0,1110
B	333	-0,0077	-0,0488	0,0120	0,0557	0,0134	0,1159
S	556	-0,0342	-0,0707	-0,0066	0,0231	0,0101	0,1003
D	258	-0,0508	-0,1073	-0,0134	0,0274	0,0148	0,1215

Tabela prezentuje statystyki opisowe dla różnicy pomiędzy rentownością operacyjną sprzedaży a marżą graniczną (ROS-TH). Dane przedstawiono dla całej analizowanej próby badawczej, jak również osobno dla spółek zaklasyfikowanych do jednej z trzech faz migracji wartości: stabilizacji (S), budowania wartości (B), niszczenia wartości (D). N wskazuje liczbę obserwacji, AVG – średnią, Q1, Q3 odpowiednio pierwszy i trzeci kwartył, Med. – medianę, Var – wariancję, St. Dev – odchylenie standardowe.

Uzyskane wyniki można uznać za zaskakujące. Przeciętnie w całej analizowanej próbie spółki generują rentowność poniżej marży granicznej, wyznaczanej z modelu Rappaporta. Przeciętnie analizowane spółki osiągają rentowność operacyjną sprzedaży niższą od marży granicznej o ponad 3 p.p. Przeprowadzono również badania, wyznaczając marżę graniczną na podstawie dłuższych, 2- i 3-letnich trendów w zmianach sprzedaży i kapitału obrotowego oraz środków trwałych. Wówczas uzyskiwana różnica pomiędzy rentownością operacyjną sprzedaży a marżą graniczną była mniejsza, natomiast nadal pozostawała ujemna³⁸⁸.

Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że zależności między nośnikami wartości w postaci marży granicznej krótkoterminowo nie determinują klasyfikacji do faz migracji wartości. Należy zakładać, że potencjał spółek do budowania wartości jest kształtowany jeszcze przez inne czynniki, w tym czynniki pozafinansowe, co szeroko sygnalizuje literatura.

Analizowana różnica pomiędzy ROS a TH jest największa wśród spółek zakwalifikowanych do fazy niszczenia wartości i wynosi -5,1 p.p., a najmniejsza w grupie spółek przypisanych do fazy budowania wartości i wynosi 0,77 p.p., dla spółek w fazie stabilizacji analizowany parametr osiąga wartość -3,4 p.p. Należy też

³⁸⁸ Autor nie zdecydował się na wykorzystanie tych danych do analizy, ponieważ podejście to znacząco zmniejszało liczebność próby.

zwrócić uwagę, że mediana różnicy pomiędzy ROS a TH spółek w fazie budowania wartości jest dodatnia i wynosi +1,2 p.p. Szczegółowa analiza wykazuje, że ponad 60% spółek przypisanych do fazy budowania wartości wykazuje marżę operacyjną sprzedaży wyższą od marży granicznej Rappaporta.

Celem kolejnych analiz była weryfikacja, czy zaobserwowane różnice pomiędzy wynikami można uznać za statystycznie istotne. W tym celu przeprowadzono parametryczne i nieparametryczne testy statystyczne.

Tabela 24. Wyniki testów rang

Panel A: Statystyki	
F	25,44 ***
K-W	32,80 ***
Panel B: Porównanie parami	
D vs B	***/***
D vs S	/
S vs B	***/***

Do porównania wyników zastosowano jednokierunkowe testy ANOVA i Kruskala–Wallisa (test K–W). (*), (**), (***) wskazują, że różnice są znaczące na poziomie istotności 10%, 5% i 1%. Panel A przedstawia wyniki testów rang. Z kolei panel B prezentuje wyniki porównania par zidentyfikowanych faz migracji wartości: stabilizacji (S), budowania wartości (B), niszczenia wartości (D). Autor przedstawił również wyniki testu post hoc Tukeya (pierwszy wskaźnik przed ukośnikiem) i wyniki dla nieparametrycznego testu Kruskala–Wallisa (drugi wskaźnik po ukośniku). Istotność statystyczna jest zidentyfikowana przez (*), (**), (***) w ten sam sposób.

Uzyskane wyniki potwierdzają wstępne założenia. Spółki znajdujące się w fazie budowania wartości uzyskują niższe różnice pomiędzy rentownością operacyjną sprzedaży a marżą graniczną od spółek znajdujących się w fazie stabilizacji oraz od spółek znajdujących się w fazie niszczenia wartości i różnice te są statystycznie istotne. Odnotowano również, że spółki znajdujące się w fazie niszczenia wartości uzyskują większe różnice pomiędzy rentownością operacyjną a marżą graniczną od spółek znajdujących się w fazie stabilizacji, natomiast przeprowadzone testy statystyczne nie wykazują, że różnice te można uznać za statystycznie istotne. Uzyskane wyniki wskazują, że osiągnięcie rentowności adekwatnej do zapotrzebowania na kapitał związany z nową sprzedażą jest jednym z czynników determinujących budowanie wartości.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania wykazały, że osiągnięcie ROS ponad marżę minimalną nie jest jedynym czynnikiem warunkującym budowanie wartości. Decydujące mogą być

inne pozafinansowe czynniki. W grupie spółek zakwalifikowanych do fazy budowania wartości znajdowały się spółki nieosiągające marży granicznej, ponadto średnio w całej badanej próbie rentowność operacyjna była niższa od marży granicznej o ponad 3 p.p., choć mediana w grupie spółek zaliczanych do fazy budowania wartości jest dodatnia. Odnotowano również, że spółki, które są zaklasyfikowane do fazy budowania wartości, wykazywały niższą ujemną różnicę między rentownością a marżą graniczną niż spółki zaklasyfikowane do fazy stabilizacji i niszczenia wartości. Potwierdzono statystyczną istotność tych wyników.

Uzyskane wyniki skłaniają do sformułowania kierunków dalszych badań dotyczących procesów migracji wartości. Przede wszystkim w omówionych badaniach przeanalizowano krótkoterminowy wpływ zależności między rentownością a operacyjną marżą graniczną na fazę budowania wartości. Wpływ ten może być bardziej jednoznaczny w wymiarze długoterminowym. O ile inne, w tym pozafinansowe, czynniki mogą mieć wpływ na przyływ wartości do spółek nieosiągających marży granicznej w krótkim okresie, związany z dyskontowaniem przez inwestorów przekonania, że trend ten odwróci się w przyszłości, to długoterminowe nieosiągnięcie marży granicznej powinno jednoznacznie wskazywać na odpływ wartości i alokować spółkę w fazie niszczenia wartości. Uzyskane wyniki badań bez wątpienia wzmacniają istniejące w literaturze głosy o konieczności poszukiwania modeli opisujących wartości, które uwzględniałyby pozafinansowe determinanty wartości. Zdaje się być to szczególnie istotne w perspektywie krótkoterminowej. W omówionych przez autora wynikach badań empirycznych nad wpływem marży granicznej na procesy migracji wartości zastosowano podstawowy model marży granicznej Rappaporta. Wykorzystanie kolejnych rozszerzeń koncepcji mogłoby pozwolić uzyskać inne rezultaty, choć wymaga gromadzenia dużego zakresu dodatkowych danych i przyjmowania dopełniających założeń.

Podsumowanie

Dysertacja miała na celu wykazanie zależności między determinantami wartości przedsiębiorstw a procesami migracji wartości na polskim rynku kapitałowym. W toku postępowania badawczego osiągnięto zarówno cel główny rozprawy, jak również wskazane cele szczegółowe. Realizacja poszczególnych celów rozprawy doktorskiej pozwoliła także na pozytywną weryfikację wszystkich postawionych hipotez badawczych. Uzyskane rezultaty są wynikiem głębokiej i szczegółowej analizy źródeł literaturowych oraz przeprowadzonych badań modelowych i empirycznych.

Przeprowadzone przez autora badania potwierdziły wcześniejszą tezę stawianą przez D. Siudaka, że migracja wartości na polskim rynku kapitałowym wskazuje silną fluktuację przedsiębiorstw oraz sektorów gospodarczych pomiędzy fazą odpływu wartości, stabilizacji i przyływu. Badania wykazały, że proces migracji wartości był w latach 2010–2014 zjawiskiem niestabilnym.

Analiza uzyskanych wyników pokazuje, że duże spółki, charakteryzujące się wysoką sprzedażą oraz aktywami, zostały zaklasyfikowane do faz niszczenia wartości i budowania wartości.

W przypadku miary względnej, jaką jest MVA/IC, rozkład skali biznesu zbliża się do dyskretnego. Miara ΔMVA przyjmuje wartość ujemną dla przedsiębiorstw będących w fazie niszczenia wartości, co pozostaje w zgodzie z założeniami modelu SIMW.

Podobne wnioski prezentuje M. Wypych³⁸⁹. Badając migrację wartości w latach 2011–2015 wśród spółek z sektora przemysłowego, stwierdza, że przedsiębiorstwa sprywatyzowane charakteryzują się znacznie większym przyrostem wartości i osiągają wyższy poziom wskaźnika P/BV niż spółki z udziałem Skarbu Państwa, gdzie zaobserwowano ogólny trend odpływu wartości w badanym okresie.

Badanie zależności wykazało istotność pomiędzy miarami migracji wartości a dynamiką sprzedaży oraz miarami migracji wartości i rentownością. Zarówno dla rocznej, jak i 3-letniej dynamiki sprzedaży zaobserwowano jej wzrost wraz ze zwiększeniem się miary migracji wartości. Ten sam związek widoczny jest w analizie stopy zwrotu z kapitału własnego i stopy zwrotu z aktywów. Miary rentowności wzrastają w kolejnych fazach i kwartylach MVA. Wprawdzie stopa zwrotu ze sprzedaży w fazie niszczenia wartości jest wyższa niż w fazie stabilizacji, ale można

³⁸⁹ M. Wypych, *Migracja wartości w przemysłowych spółkach giełdowych*, Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej 2016, 93, s. 505–514.

zaobserwować pozytywny związek pomiędzy ROS i MVA oraz ROS i Δ MVA. Obserwacje nie wskazują na występowanie istotnych statystycznie zależności pomiędzy miarami migracji wartości a cyklem konwersji gotówki CCC, produktywnością środków trwałych FAP i płynnością. Jednak zauważalny jest spadek CCC wraz ze wzrostem MVA/IC.

Statystyczne testy rang wykazały, że wzrost syntetycznego indeksu migracji wartości Siudaka uwarunkowany jest wzrostem zarówno sprzedaży, jak i rentowności. Wraz z przejściem przedsiębiorstwa do kolejnej fazy można zaobserwować zwiększenie dynamiki sprzedaży, wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE) oraz wzrost zwrotu z aktywów (ROA). Statystyczne testy rang potwierdzają, że dynamika sprzedaży i rentowność osiągnane przez firmy w fazie budowania wartości są wyższe niż w fazie jej niszczenia. Jednak w przypadku wskaźników rentowności różnice pomiędzy fazami niszczenia wartości i stabilizacji są niewielkie i statystycznie nieistotne.

Warto również zauważyć, że spółki znajdujące się w fazie niszczenia wartości uzyskują dość podobne cechy w porównaniu ze spółkami z fazy budowania wartości, uwzględniając przy tym ROS, CCC wyrażone w dniach oraz FAP. Zarówno spółki zaklasyfikowane do fazy niszczenia, jak i budowania wartości uzyskują wyższą stopę zwrotu ze sprzedaży oraz wyższą efektywność w zarządzaniu kapitałem obrotowym i środkami trwałymi.

Zależność pomiędzy dynamiką sprzedaży, rentownością i miarami opartymi na MVA jest widoczna i silna. Dynamika sprzedaży, ROE, ROA, ROS wzrastają w kolejnych fazach. Niewielkie odchylenie od tej reguły można zaobserwować tylko dla ROS, która przyjmuje mniejszą wartość w drugim kwartylu zamiast w pierwszym dla MVA i Δ MVA.

Testy rang potwierdziły, że rentowność i tempo wzrostu silnie determinują wskaźniki migracji wartości oparte na MVA. W przypadku CCC autor zaobserwował słaby negatywny związek z miarami MVA. Z kolei cykl konwersji gotówki maleje w dniach w odniesieniu do wyższych wartości MVA. Krótsze cykle kapitału obrotowego oznaczają większą wydajność operacyjną i potencjał tworzenia wartości. Jednak zależność ta nie jest silna, co potwierdziły statystyczne testy Kruskala–Wallisa, natomiast statystyka F nie potwierdziła jej znaczenia. Produktywność środków trwałych nie identyfikuje wyraźnego związku z miarami MVA.

Analiza uzyskanych wyników pozwoliła zobrazować, jak zmieniają się determinanty wartości, gdy zachodzą procesy migracji wartości na rynku kapitałowym.

Jak wynika z przeprowadzonych badań, jeśli ma miejsce migracja spółki z fazy przyływu do fazy odpływu, wtedy towarzyszy jej spadek dynamiki sprzedaży. Podobnie migracji spółki z fazy odpływu do fazy przyływu towarzyszy wzrost wskaźnika dynamiki sprzedaży. Dynamika sprzedaży zaobserwowana dla spółek podczas obu procesów migracji wartości znacznie różni się od średniej rocznej zmiany dla całej próby badawczej. Dlatego można założyć, że zmiana sprzedaży silnie determinuje procesy migracji wartości.

Analogiczne wyniki autor zaobserwował w przypadku zmiany rentowności towarzyszącej procesom migracji wartości. Badania wykazały, że szczególnie duży spadek rentowności dotyczy procesu przechodzenia z fazy odpływu do fazy przyływu wartości. Zależność widoczna jest dla zwrotu z kapitału własnego oraz zwrotu z aktywów i rentowności sprzedaży zarówno dla modelu SIMW, jak i każdej miary MVA. Statystyka t potwierdza, że zmiana rentowności jest znacznie niższa podczas procesu przechodzenia z fazy odpływu do fazy przyływu wartości niż jej średnia w całej próbie badawczej i procesie przechodzenia z fazy odpływu do fazy przyływu wartości. Dlatego też pogorszenie rentowności przedsiębiorstwa wydaje się mieć znaczący wpływ na procesy migracji wartości w kierunku jej niszczenia.

Podczas analizy migracji wartości w przeciwnym kierunku spółki uzyskują pozytywną zmianę rentowności, jednak testy statystyczne nie potwierdzają we wszystkich przypadkach, że różnice między wynikami dla procesu przechodzenia z fazy przyływu do fazy odpływu wartości i średniej całej próbki są znaczące. Zwłaszcza ruchowi wartości z fazy odpływu do fazy przyływu nie towarzyszy dodatnia zmiana rentowności sprzedaży. Wyniki te są zgodne z dobrze znanym modelem Du Ponta i potwierdzają, że poprawa wskaźnika marży zysku nie jest wystarczająca do kreowania wartości.

Badania wykazały również, że nie istnieje wyraźny związek pomiędzy procesami migracji wartości a zmianą CCC. Nie ma wątpliwości, że efektywność kapitału obrotowego wpływa na tworzenie wartości, ale w istniejącym modelu biznesowym jego istotna zmiana jest trudna do wdrożenia i występuje rzadko.

Uzyskane wyniki można uznać za zaskakujące. Przeciętnie w całej analizowanej próbie spółki generują rentowność poniżej marży granicznej wyznaczanej z modelu Rappaporta. Przeciętnie analizowane spółki osiągają rentowność operacyjną sprzedaży niższą od marży granicznej. Autor przeprowadził również badania, wyznaczając marżę graniczną na podstawie dłuższych, 2- i 3-letnich trendów w zmianach sprzedaży i kapitału obrotowego oraz środków trwałych. Wówczas uzyskiwana różnica pomiędzy

rentownością operacyjną sprzedaży a marżą graniczną była mniejsza, natomiast nadal pozostawała ujemna.

Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że dane empiryczne nie potwierdzają, iż finansowe nośniki wartości jednoznacznie determinują potencjał spółek do budowania wartości. Należy zakładać, że potencjał spółek do budowania wartości jest kształtowany także przez inne czynniki, w tym pozafinansowe, co jest szeroko sygnalizowane w literaturze. Wskazują na to między innymi P.T. Andy Ng, Dawei Lu, C.K. Li, H.Y. Harry Chan³⁹⁰, badając migrację wartości w sektorze spółek IT na podstawie podejścia retrospektywnego. Jako czynnik pozafinansowy autorzy wskazują doświadczenie w zarządzaniu przedsiębiorstwem oraz czerpanie wiedzy z błędnie podjętych decyzji strategicznych przez menadżerów wśród firm konkurencyjnych.

Analizowana różnica pomiędzy rentownością sprzedaży a marżą graniczną jest największa wśród spółek zakwalifikowanych do fazy niszczenia wartości, a najmniejsza w grupie spółek przypisanych do fazy budowania wartości. Należy też zwrócić uwagę, że mediana różnicy pomiędzy rentownością sprzedaży a marżą graniczną spółek w fazie budowania wartości jest dodatnia. Szczegółowa analiza wykazuje, że ponad 60% spółek przypisanych do fazy budowania wartości wykazuje marżę operacyjną sprzedaży wyższą od marży granicznej Rappaporta.

Celem kolejnych analiz stała się weryfikacja, czy zaobserwowane różnice pomiędzy wynikami można uznać za istotne statystycznie.

Uzyskane wyniki potwierdzają wstępne założenia. Spółki znajdujące się w fazie budowania wartości uzyskują niższe różnice pomiędzy rentownością operacyjną sprzedaży a marżą graniczną od spółek znajdujących się w fazie stabilizacji oraz znajdujących się w fazie niszczenia wartości i różnice te są statystycznie istotne. Odnotowano również, że spółki znajdujące się w fazie niszczenia wartości uzyskują większe różnice pomiędzy rentownością operacyjną a marżą graniczną od spółek znajdujących się w fazie stabilizacji, natomiast przeprowadzone testy statystyczne nie wykazują, że różnice te można uznać za statystycznie istotne. Uzyskane wyniki wskazują, że osiągnięcie rentowności adekwatnej do zapotrzebowania na kapitał związany z nową sprzedażą jest jednym z czynników determinujących budowanie wartości.

Przeprowadzone przez autora badania przyczyniają się do zwiększenia istniejącego stanu wiedzy na temat zjawiska migracji wartości. Po pierwsze, uzyskane wyniki są

³⁹⁰ P.T. Andy Ng, Dawei Lu, C.K. Li, H.Y. Harry Chan, *Strategic lessons of value migration in IT industry*, Elsevier Technovation 2005, 25(1), s. 45–51.

ważne dla badań nad procesami migracji wartości. Badania potwierdzają empiryczną relację pomiędzy czynnikami wpływającymi na wartość przedsiębiorstwa a fazami migracji wartości. Pokazują, że zmiany wartości nośników wartości są związane zarówno z jej przyływem, jak i odpływem. Podobne badania z wykorzystaniem faz migracji Siudaka nie zostały dotychczas przeprowadzone. Uzyskane wyniki potwierdzają przydatność SIMW (syntetycznego indeksu migracji wartości) w analizie zjawiska migracji wartości. Dodatkowo badania mogą być ważne w wyjaśnianiu cyklu życia przedsiębiorstw i sektorów oraz do analizy przyczyn zmiany faz w modelu cyklu życia. Ze względu na fakt, że przeprowadzone badania dotyczą głównie nadwyżki MV w stosunku do BV, stanowią one również uzupełnienie istniejących badań na czynnikami wpływającymi na wartość, które decydują o wartości rynkowej spółki.

Zaprezentowane w niniejszej rozprawie badania mają wiele potencjalnych zastosowań praktycznych. Przede wszystkim mogą być przydatne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i formułowaniu strategii inwestycyjnych. Uzyskane wyniki mogą stanowić również punkt wyjścia do badań, mających na celu identyfikację sygnałów zmian wartości na rynku kapitałowym, co może stanowić kluczową informację dla inwestorów i menadżerów podejmujących decyzje inwestycyjne na podstawie wartości rynkowej. Podobne wnioski prezentuje M. Wypych³⁹¹, badając migrację wartości w kontekście zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw wśród spółek IT notowanych na NewConnect. Ponadto wyniki przeprowadzonych badań mogą być istotne w przewidywaniu cyklu życia przedsiębiorstwa i podejmowaniu decyzji dotyczących budowy portfela w odniesieniu do zaangażowania lub wycofania kapitału w segmencie biznesowym.

Problematyka migracji wartości nadal wymaga prowadzenia badań empirycznych oraz studiów teoretyczno-poznawczych. Kolejne badania mogą być ukierunkowane na poszukiwanie cech wspólnych przedsiębiorstw znajdujących się w danej fazie migracji wartości, jak również na wpływ czynników niematerialnych, takich jak kapitał intelektualny, na fluktuację wartości pomiędzy przedsiębiorstwami. Należałoby również skupić się na opracowaniu metod ilościowych pomagających w lepszym zrozumieniu tego zjawiska oraz zdefiniowaniu nośników wartości i przedstawieniu ich relacji z fazami migracji wartości w kontekście sektorów gospodarczych.

³⁹¹ M. Jabłoński, *Value Migration to the Sustainable Business Models of Digital Economy Companies on the Capital Market*, Sustainability 2018, 10(9), s. 1–42.

Spis literary

1. Aaker D., Jacobson R., *The Financial Information Content of Perceived Quality*, Journal of Marketing Research 1994, 31, s. 191–201.
2. Adizes I., *Corporate Life Cycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About it*, Prentice Hall, Englewood-Cliffs 1989.
3. Adizes, I., *Organizational passages—diagnosing and treating lifecycle problems of organizations*, Organizational Dynamics 1979, 8(1), s. 3–25.
4. Almasy L., Slywotzky A.J., *Pattern Thinking: Identifying Tomorrows Profit Zones*, Ivey Business Journal 1999, 61(1).
5. Andy Ng P.T., Dawei L., Li C.K., Harry Chan H.Y., *Strategic lessons of value migration in IT industry*, Elsevier Technovation 2005, 25(1), s. 45–51.
6. Antczak S., *Metody portfelowe w planowaniu strategicznym jednostek biznesu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo- Humanistycznego w Siedlcach 2010, 87, s. 68–82.
7. Aronson E., *The Theory of Cognitive Dissonance: A Current Perspective*, Advances in Experimental Psychology, Academic Press, New York 1969,3, s. 1–34.
8. Arystoteles, *Metafizyka, Księga Z 1029 i 1039b-1040a*.
9. Arystoteles, *Metafizyka, Księga Γ (IV)*, przeł. Kazimierz Leśniak, wyd. PWN, Warszawa 1983.
10. Audi R., *Philosophy*, w: Donald M. Borchert (red.), *Encyclopedia of Philosophy*, Thomson Gale, New York 2006, s. 325–337.
11. Balachandran B.V., Nagarajan N.J., Rappaport A., *Threshold Margins for Creating Economic Value*, Financial Management 1986, 15(1), s. 68–77.
12. Baptista J.P.A., *The New Profit Zones: Growing Shareholders Value in the Communications Industry*, Commentary, Mercer Management Consulting, 1997.
13. Barth M., Clement M., Foster G., Kasznik R., *Brand Values and Capital Market Valuation*, Review of Accounting Studies 1998, 3, s. 41–68.
14. Batóg B., Batóg J., *Analiza finansowych czynników wzrostu wartości spółek publicznych. Zmienne prognozy na podstawie zmiennych*, Nasz Rynek Kapitałowy 2007, 2.
15. Beccalli E., Frantz P., *Valuation and securities analysis, Undergraduate Study in Economics*, Management, Finance and the Social Science 2011, s. 137–150.
16. Beck L.J., *The Metaphysics of Descartes*, Clarendon Press, Oxford 1965.
17. Bender R., Ward K., *Corporate Financial Strategy*, Butterworth-Heinemann, Oxford 1993.
18. Benedickt R., *Patterns of Culture*, Houghton Mifflin, Boston 1959.
19. Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: Metody wyceny*, wyd. WIG-Press, Warszawa 2000.
20. Berger A.N., Udell G.F., *Relationship lending and lines of credit in small firm finance*, Journal of Business 1995, 68(3), s. 351–381.^[1]_[SEP]
21. Bernstein M., *The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America 1929-1939*, Cambridge University Press, New York 1987.

22. Beverland M., Lockshin L.S., *Organizational life cycles in small New Zealand wineries*, Journal of Small Business Management 2001, 39(4) s. 354–362.
23. Bhattacharya U., Galpin N., *The Global Rise of the Value-Weighted Portfolio*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 2011, 46(3), s. 737–756.
24. Biddle G., Bowen R., Wallace J., *Evidence on EVA*, Journal of Applied Corporate Finance 1999, 2.
25. Billington J., *Understanding Value Migration and Putting it to Work*, Harvard Management Update 1997, 2(6).
26. Black A., Wright P., Bachman J.E., *In Search of Shareholder Value*, FT Pitman Publishing, London 2000.
27. Blandzi S., *Platoński projekt filozofii pierwszej*, wyd. IFIS PAN, Warszawa 2002.
28. Bloomberg WTI Peak to trough and back above \$50 per barrel in 2008–2009, <https://www.bloomberg.com/energy>.
29. Bode-Greuel K.M., Nickisch K.J., *Value-Driven Project and Portfolio Management in the Pharmaceutical Industry: Drug Discovery versus Drug Development – Commonalities and Differences in Portfolio Management Practice*, Journal of Commercial Biotechnology 2008, 14(4), s. 307–325.
30. Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.
31. Boyadjian H.J., Warren J.F., *Risks, Reading Corporate Signals*, John Wiley & Sons, New York 1987.
32. Brabazon T., *Value Migration, Where is the Value in Your Industry Going?*, Accountancy Ireland 1999, 31(3).
33. Brealey R.A., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. II, wyd. PWN, Warszawa 1999, s. 1377–1378.
34. Brentano F., *Vom Ursprung sittlicher Erkenntnis*, Leipzig 1889.
35. Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, t. 2, wyd. PWE, Warszawa 2000.
36. Buczyńska-Garewicz H., *Uczucia i rozum w świecie wartości*, Warszawa 2003.
37. Cambell M.K., *The Ascent of the Customer*, IEEE Potentials 2001, 20(2).
38. Chandler A.D., *Strategy and Structure*, MIT Press, Cambridge 1962.
39. Churchill N.C., Lewis V.L., *The five stages of small business growth*, Harvard Business Review 1983, 61(3), s. 30–50.
40. Conchar M., Crask M., Zinkhan G., *Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending: A review and Meta – Analysis*, Journal of the Academy of Marketing Science 2005, 33(4), s. 455–460.
41. Cooper W.W., Yuji I. (eds.), *Kohlers Dictionary for Accountants*, Prentice- Hall, New Jersey 1983.
42. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York 1990, s. 21–25.
43. Copeland T., Wetson J.F., *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley, Reading Boston 1998.

44. Damodaran A., *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New York 2006.
45. Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*, Wiley, New York 2002.
46. De Medeiros R.O., *Empirical evidence on the relationship between EVA and stock returns in Brazilian firms*, 2005, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=701421.
47. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R.M., *Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory*, *Journal of Financial Economics* 2006, 81(2), s. 227–254.
48. Devitt M., Hanley R., *The Blackwell Guide to the Philosophy of Language*, Oxford 2006.
49. Dobbs R.F.C., Collier T.M., *The expectation treadmill*, *McKinsey Quarterly* 1998, 3, s. 32–43.
50. Dobiała-Korona B., *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa*, w: B. Dobiała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstw*, wyd. Difin, Warszawa 2006.
51. Dodge H.R., Robbins J.E., *An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business development and survival*, *Journal of Small Business Management* 1992, 30(1), s. 27–37.
52. Donol J.P., *The Great Value Migration*, *Chief Executive* 1997, 123(5).
53. Dudycz T., *CFROI jako nowe narzędzie do pomiaru osiągnięć finansowych przedsiębiorstw*, *Bank i Kredyt* 2001, 5.
54. Dudycz T., *Czy EVA mierzy wartość powstającą w przedsiębiorstwie?* *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu* 2003, 974.
55. Dudycz T., Szymanowski P., *Korygowanie informacji księgowych na potrzeby szacowania ekonomicznej wartości dodanej*, *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu* 2005, 1060.
56. Dudycz T., Szymański P., *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy. Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, wyd. Naukowe NOVUM, Płock 2003.
57. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
58. Duliniec A., *Finansowe przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
59. Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, wyd. PWN, Warszawa 1998.
60. Dziamski S., *Aksjologia i jej problematyka*, w: S. Dziamski (red.), *Aksjologia, estetyka, etyka, praca zbiorowa*, wyd. PWN, Poznań 1981, s. 161–167.
61. Dziukevicius A., Vetrov J., *Investment Portfolio Management Using the Business Cycle Approach*, *Business: Theory and Practice* 2013, 14(1), s. 58–63.
62. Ehrbar A., *EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG Press, Warszawa 2000.
63. Ellis C.D., Vertin J.R., *Classics: An investor's anthology*, Business One Irwin, New York 1989.
64. Emery D.R., Finnerty J.D., *Principles of Finance with Corporate Applications*, West Publishing Company, St. Paul, MN 1994.
65. Estrada J., *The Three-Factor Model: A Practitioner's Guide*, *Journal of Applied Corporate Finance* 2011, 23(2), s. 77–84.

66. *Europe's New Capitalists*, Fortune 1999, 139.
67. Fama E.F., French K.R., *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?* Journal of Financial Economics 2001 60(1), s. 3–43.
68. Fama E.F., French K.R., *Migration*, Financial Analysts Journal 2007, 63(6).
69. Fernandez P., *EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation*, Journal of Applied Finance 2003, 9(3), s. 74–94.
70. Fernandez P., *Valuation Methods and Shareholders Value Creation*, Academic Press, New York 2002.
71. Field A.J., *Uncontrolled Land Development and the Duration of the Depression in the United States*, Journal of Economic History 1992, 52(6), s. 785–805.
72. Figge, F., *Value-based environmental management. From environmental shareholder value to environmental option value*, Corporate Social Responsibility & Environmental Management 2005, 12(1).
73. Firela A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
74. Galbraith J., *The stages of growth*, Journal of Business Strategy 1982, 3(4), s. 70–79.
75. Gebhardt J., *Die Werte. Zum Ursprung eines Schlüsselbegriffs der politisch-sozialen Sprache der Gegenwart in der deutschen Philosophie des späten 19. Jahrhunderts*, w: R. Hofmann, J. Janzen, H. Ottmann (red.), *Anodos. Festschrift für Helmut Kuhn*, Weinheim 1989.
76. Glover C.G., *Valuation of Unquoted Shares*, Accountant Digest 1987, 9.
77. *Gold Price History from 30 B.C. to Today*, <https://www.thebalance.com/gold-price-history-3305646>.
78. Goold M., Campbell A., Alexander M., *Corporate Strategy and Parenting Theory*, Long Range Planning 1998, 31(2), s. 308–314.
79. Gort, M., Klepper S., *Time paths in the diffusion of product innovations*, Economic Journal 1982, 92(367), s. 630–653.
80. Górski M., *Architektura systemu finansowego gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2005.
81. Gray B., Ariss. S.S., *Politics and strategic change across organizational life cycles*, Academy of Management Review 1985, 10(4), s. 707–723.
82. Green J., Panelists: R. Bruner, R. Pozen, A. Madden, A. Stockburger, A. Forbes, S. Munger, D. Chew, *Corporate Portfolio Management Roundtable*, Journal of Applied Corporate Finance 2008, 20(2), s. 8–31.
83. Greiner L.E., *Evolution and revolution as organizations grow*, Harvard Business Review 1972, 76(3) s. 55–67.
84. Griffin R.W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, wyd. PWN, Warszawa 2004.
85. Griffiths E.C., *Where Does Your Profitability Reside?* Equipment Leasing Today 1997, 9(5).
86. Grönroos C., *Service Management and Marketing: A Customer Relationship Approach*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Chichester 2000.

87. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B., *Are dividend changes a sign of firm maturity?* Journal of Business 2020, 75(3), s. 387–424.
88. Gualri L., *The Valuation of Firms*, Blackwell, Cambridge 1996.
89. Hanks S.H., Watson C.J., Jansen E., Chandler G.N., *Tightening the life-cycle construct: A taxonomic study of growth stage configurations in high-technology organizations*, Entrepreneurship theory and Practice 2 1993, s. 5–29.
90. Harstshorne Ch., *The Logic of Perfection*, Open Court, Lassalle 1962.
91. Hartmann N., *Aesthetik, 2. unveränderte Auflage*, De Gruyter, Berlin 1966.
92. Hawawini G., Viallet C., *Finance for Executives: Managing for Value Creation*, South-Western Publishing Company, Tennessee 1998.
93. Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, wyd. PWE, Warszawa 2004.
94. Herman A., *Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstw*, wyd. Difin, Warszawa 2006.
95. Herman A., Szablewski A., *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, w: A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, wyd. Poltext, Warszawa 1999.
96. Herman A., Szablewski A., *Zarządzanie wartością firmy*, wyd. Poltext, Warszawa 1999.
97. Hertz D.B., *Investment Policies That Pay Off*, Harvard Business Review 1968, 46(1), s. 96–108.
98. Hobbes T., *Lewiatan*, tłum. Cz. Znamierowski, Warszawa 1954.
99. Hoesly M., Johnson J., Womack B., Barrere C., *Introduction to business brokerage*, IBBA University, Chicago 2005.
100. Hofer C.W., Schendel D., *Strategy formulation: Analytical concepts*, West Publishing Company, Saint Paul 1978.
101. Hołówka J., *Etyka w działaniu*, wyd. Prószyński i S-ka, Warszawa 2002.
102. Ibbotson R., Sinquefeld R., *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Year-by-year Historical returns*, Journal of Business 1976, 49(1), s. 11–43.
103. Ivanovska N., Ivanovski Z., Narasanov N., *Fundamental Analysis and Discounted Free Cash Flow Valuation of Stocks at Macedonian Stock Exchange*, Journal of Economics 2014, 5(1), s. 11–24.
104. Jabłoński M., *Value Migration to the Sustainable Business Models of Digital Economy Companies on the Capital Market*, Sustainability 2018, 10(9), s. 1–42.
105. Jagiełło K., *CVA Cash Value Added – nowoczesny miernik oceny efektywności gospodarowania przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie 2004, 5, s. 33–41.
106. Jagiełło K., *Ekonomiczna wartość dodana EVA w systemie mierników finansowych wykorzystywanych w zrównoważonej karcie wyników*, Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie 2004, 6, s. 51–65.
107. Jajuga K., *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe- niektóre współczesne problemy*, w: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, materiały konferencyjne, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003.
108. Jevons W.S., *The Theory of Political Economy*, 5th Edition, Sentry Press, New York 1965.

109. Joas H., *Powstanie wartości*, Oficyna Naukowa, Warszawa 2009.
110. Kant I., *Ugruntowanie metafizyki moralności*, tłum. P. Zarychta, wyd. Zielona Sowa, Kraków 2005, s. 167–221.
111. Kaplan R.S., Norton D.P., *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press 1996.
112. Kartezjusz, *Medytacje o filozofii pierwszej*, tłum. J. Hartmann, Kraków 2002.
113. Kazanjian R.K., Drazin R., *A stage-contingent model of design and growth for technology based new ventures*, Journal of Business Venturing 1990, 5(3), s. 137–150.
114. Kazanjian R.K., *Relation of dominant problems to stages of growth in technology-based new ventures*, Academy of Management Journal 1988, 31(2), s. 257–279.
115. Kazlauskienė V., Christauskas C., *Business valuation model based on the analysis of business value drivers*, Engineering Economics 2008, 57(2), s. 23–31.
116. Kerin R., Sethuraman R., *Exploring the Brand Value- Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies*, Journal of the Academy of Marketing Science 1998, 26(4), s. 260–273.
117. Kimberly J.R., *Issues in the Creation of Organizations: Initiation, Innovation and Institutionalization*, Academy Management Journal 1979, 22, s. 437–457.
118. Kindleberger Ch., *Szaleństwo, panika, strach. Historia kryzysów finansowych*, WIG Press, Warszawa 1999.
119. Klein J., *Die Grundlegung der Ethik in der Philosophie Hermann Cohens und Paul Natrops. Eine Kritik des Neukantianismus*, Göttingen 1976.
120. Klincewicz K., *Przemiany w branży high-tech i zjawisko migracji wartości*, Studia i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, 2005, 2, s. 37–43.
121. Koberg C.S., Uhlenbruck N., Sarason Y., *Facilitators of organizational innovation: The role of life-cycle stage*, Journal of Business Venturing 1996, 11(2), s. 133–149.
122. Koller T., *What is Value-based Management?* The McKinsey Quarterly 1994, 3, s. 87–101.
123. Kowalski M., Świdorski K., *Wpływ dynamiki sprzedaży na wycenę przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2005, 252, s. 248–262.
124. Kowalski M., Świdorski M., *Wpływ wzrostu sprzedaży na wartość przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2012, 252, s. 248–262.
125. Kowalski M.J., Biliński Ł., *A Value-Oriented Quantitative Model for Strategy Formulation Regarding Strategic Business Units, The Essence and Measurement of Organizational Efficiency*, Springer Proceedings in Business and Economics 2016, s. 97–121.
126. Kowalski M.J., Biliński Ł., *Interdependence Between Value Drivers and Value Migration Processes. Evidence from Warsaw Stock Exchange Efficiency in Business and Economics*, Springer Proceedings in Business and Economics 2018, s. 99–118.
127. Kowalski M.J., Biliński Ł., *Influence Threshold Margin on Value Migration Processes*, w: Z. Wilimowska, L. Borzowski, J. Świątek (eds.), *Information Systems Architecture and Technology: Proceedings of 40th Anniversary International Conference on Information Systems Architecture and Technology – ISAT 2019*. ISAT 2019, Advances in Intelligent Systems and Computing, 1052, s. 26–36.

128. Kowalski M.J., Biliński Ł., *Migracja wartości – wyniki badań empirycznych dla polskiego rynku kapitałowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2016, 4(82), s. 179–190.
129. Koziński J., *Wpływ wartości firmy na wartość udziałów spółki*, Zarządzanie i Rachunkowość Wrocław 1992, s. 76–77.
130. Koźmiński A., *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, wyd. PWN, Warszawa 2004.
131. Kroeber A.L., *The Nature of Culture*, University of Chicago Press, Chicago 1952.
132. Krońska I., *Sokrates*, wyd. Wiedza Powszechna, Warszawa 2001.
133. Kudła D., *Morgan Stanley's future is bright for investors*, MarketWatch, <http://www.marketwatch.com/story/morgan-stanleys-future-is-bright-for-investors-2013-10-08>.
134. Kukuła K., *Metoda unitaryzacji zerowanej*, wyd. PWN, Warszawa 2000.
135. Kurs franka szwajcarskiego, Money.pl, <http://www.money.pl/pieniadze/kurs/chf,797.html>.
136. Landau C., Bock C., *Value Creation through Vertical Intervention of Corporate Centers in Single Business Units of Unrelated Diversified*, Long Range Planning 2013, 46(1), s. 97–124.
137. Lawrence J.A., Pasternack B.A., *Applied Management Science, Modeling, Spreadsheet Analysis, and Communication for Decision Making*, John Wiley & Sons, New Jersey 2002.
138. Lehn K., Makhija A.K., *EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination 1985-1994*, Journal of Applied Corporate Finance 1997, 10(2), s. 90–96.
139. Leibniz G.W., *Wyznanie wiary filozofa*, tłum. S. Cichowicz, wyd. PWN, Warszawa 1969.
140. Lester D.L., Parnell J.A., Carraher S., *Organization life cycle: A five-stage empirical scale*, The International Journal of Organizational Analysis 2003, 11(4), s. 339–354.
141. Leszinski R., Marn M.V., *Setting value, not price*, The McKinsey Quarterly 1997, 1, s. 99–115.
142. Leśniak-Łebkowska K., *Zasobowa koncepcja budowy strategii a tworzenie i migracja wartości*, Organizacja i kierowanie 2001, 2(104).
143. Linderberger P., Tucker B., *The New Individualist. The Generation After the Organization Man*, Harpercollins, New York 1991.
144. Lipiec J., *Świat wartości*, wyd. KAW, Kraków 2001.
145. Lippitta G.L., Schmidt W.H., *Crises in a Developing Organization*, Harvard Business Review 1967, 45.
146. Liu J., Nissim D., Thomas J., *Valuation Using Multiples*, Journal of Accounting Research 2002, 40, s. 135–172.
147. Lutz-Bachmann M., Religion, *Critique of [w]: E. Craig (ed.), Routledge Encyclopedia of Philosophy*, Taylor & Francis, London 1998.
148. Lyden F.J., *Using Parson's Functional. Analysis in the Study of Public Organizations*, Administrative Science Quarterly 1985, 20, s. 59–70.
149. Łobocki M., *Pedagogika wobec wartości*, w: B. Śliwerski (red.), *Kontestacje pedagogiczne*, Kraków 1993.
150. Łukasiewicz G., *Rola funkcji personalnej w cyklu życia organizacji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie 2011, 853.

151. Mackay C., *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Wordsworth Editions, London 2001.
152. Madden B.J., *The CFROI Life Cycle*, The Journal of Investing 1996, 5(2).
153. Madden T., Fehle F., Fournier S., *Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding*, Journal of the Academy of Marketing Science 2006, 34(2), s. 224–235.
154. Malcolm N., *Anselm's Ontological Arguments*, Philosophical Review 1960, 69.
155. Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, wyd. PWN, Warszawa 2000.
156. Marjański W., Zdunkiewicz W., *Wprowadzenie do socjologii moralności*, KUL, Lublin 1991.
157. Marks K. (1867), *Capital: A Critique of Political Economy*, vol. 1, w: F. Engels (ed.), *The Process of Production of Capital*, Reprint, International Publishers, New York 1967.
158. Martin J., Titman S., *Single vs. Multiple Discount Rates: How to Limit „Influence Costs” in the Capital Allocation Process*, Journal of Applied Corporate Finance 2008, 20(2), s. 79–83.
159. Maurer A., *Boetius of Dacia*, w: D.M. Borchert (ed.), *Encyclopedia of Philosophy*, Thomson Gale, Cambridge 2006, s. 628–629.
160. Meinong A., *Psychologisch-ethische Untersuchungen zur Werttheorie*, Graz 1894.
161. Meinong A., *Selbstdarstellung*, w: *Die Philosophie der Gegenwart in Selbstdarstellungen*, Leipzig 1923.
162. Melich M., *Nowoczesne metody wyceny*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, wyd. Poltext, Warszawa 2004.
163. Merton M., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth and the Valuation*, Journal of Business 1961, 34(10), s. 411–433.
164. Meyers R., *Metric Wars*, CFO Magazine 1996, 10.
165. Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2001.
166. *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości*, International Accounting Standards Committee, London 1999.
167. Mikołajewicz G., *Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu 2010, 142.
168. Miles R.C., *Basic Business Appraisal*, John Wiley & Sons, New York 1984.
169. Miller D., Friesen P.H., *A longitudinal study of the corporate life cycle*, Management Science 1984, 30(10), s. 1161–1183.
170. Miller M.H., Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, The Journal of Business 1961, 34(4), s. 411–433.
171. Mills R.W., *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla przedsiębiorców*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2005.
172. Mizik N., Jacobsen R., *Talk About Brand Strategy*, Harvard Business Review 2005, 9.
173. Modigliani F., Miller M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments*, American Economic Review 1958, 48, s. 261–297.

174. Moster T., Moukanas H., *Finding the Right Drivers of Value Growth. With So Many Options Which Initiatives Really Matter? The Value Growth Agenda*, Mercel Management Journal 2001, 13.
175. Muller R., Martinsuo M., Blomquist T., *Project Portfolio Control and Portfolio Management Performance in Different Contexts*, Project Management Journal 2008, 39(3), s. 28–42.
176. Niedbała B., *Controlling w przedsiębiorstwie zarządzanym przez projekty*, wyd. Wolters Kulwer Polska, Kraków 2008.
177. Nietzsche F., *Antychryst. Próba krytyki chrześcijaństwa*, tłum. Leopold Staff, wyd. Zielona Sowa, Kraków 2003.
178. Nippa M., Pidun U., Rubner H., *Corporate Portfolio Management: Appraising Four Decades of Academic Research*, The Academy of Management Perspectives 2011, 25(4), s. 50–66.
179. Nita B., *Wykorzystanie mierników kreowania wartości w rachunku odpowiedzialności*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe Ubezpieczenia 2011, 41.
180. Nitta B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstw*, wyd. PWE, Warszawa 2007.
181. Nogalski B., Rybiski J.M., Marcinkiewicz H., *Zarządzanie antykryzysowe jako value driver*, w: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock–Pekin–Łódź 2004.
182. Nowak E., *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, wyd. PWE, Warszawa 1990.
183. Ostrowska E., *Migracja dochodowości akcji na rynku kapitałowym*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, wyd. CeDeWu, Warszawa 2007.
184. Owen D., Griffiths R., *Mapping the Markets. A Guide to Stock market Analysis*, Bloomberg Press, New York 2006.
185. Pareto V. (1906-1909), *Manual of Political Economy: A Critical and Variorum Edition*, ed. A. Montesano, A. Zanni, L. Bruni, J.S. Chipman, M. McLure, Oxford University Press, Oxford 2014.
186. Payne A., Halt A.S., Frow P., *Integrating employee, customer and shareholder value through an enterprise performance model: an opportunity for financial services*, The International Journal of Bank Marketing 2000, 18(6), s. 258–73.
187. Peterson P.P., Peterson D.R., *Company Performance and Measures of Value Added*, The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville 1996.
188. Philips P., *Time to Revisit Value Migration. Business Corner, Strategies & Analysis*. Rodman Publishing 2012, 7.
189. Pidun U., Rubner H., Kruhler M., Untiedt R., *Corporate Portfolio Management: Theory and Practice*, Journal of Applied Corporate Finance 2011, 23(1), s. 63–76.
190. Pierzanowski J., *Ontological Arguments II*, w: H. Burkhardt, B. Smith (eds.), *Handbook of Metaphysics and Ontology*, Philosophia Verlag, München 1991.
191. Podgórska M., Śliwka P., Toplewska M., Wrzosek M., *Łańcuchy Markowa w teorii i zastosowaniach*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002.
192. Portfolio Management Institute 2013, <http://www.pminstitute.org>.

193. Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.
194. Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P., *Valuing small businesses and professional practices*, 3rd ed., McGraw-Hill, New York 1998.
195. Quesnay F., *Tableau Economique*, Robson J.M. (ed.), *Principles of Political Economy*, Bergman Publishers, New York 2008.
196. Quinn R., Cameron K., *Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, *Management Science* 1983, 29(1).
197. Rappaport A., *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, A Division of Simon & Schuster Inc, New York 1995.
198. Rappaport A., *Selecting Strategies that Create Shareholder Value*, *Harvard Business Review* 1981, 5, s. 139–149.
199. Reale G., *Historia filozofii starożytnej*, t, 2, wyd. PWN, Lublin 2001.
200. Reichheld F.F., *Loyalty and the renaissance of marketing*, *Marketing Management* 1994, 2(4), s. 10–20.
201. Reilly F.K., *Investment analysis and portfolio management*, The Dryden Press, New York 1994.
202. Ricardo D., *The Principles of Political Economy and Taxation*, Reprint, Batoche Books, New York 2001.
203. Richardson S., *Over-investment of free cash flow*, *Review of Accounting Studies* 2006, 11(2/3), s. 159–189.
204. Rickert H., *Der Gegenstand der Erkenntnis. Eine Einführung in die Transzendentalphilosophie*, Tübingen 1915.
205. Robinson J., *An Essay in Marxian Economics*, Macmillan, London 1942.
206. Rutkauskas A.V., Lapinskaite-Vvohlfahrt I., Stasytyte V., *Marketing Portoflio Management in a Spectrum of Marketing Assets Interaction to Maximize Holder's Utility*, *Economics of Engineering Decisions* 2011, 22(5), s. 485–493.
207. Scheler M., *Pisma z antropologii filozoficznej i teorii wiedzy*, wyd. PWN, Warszawa 1987.
208. Schnädelbach H., *Filozofia w Niemczech, 1831–1933*, tłum. K. Krzemieniowa, wyd. PWN, Warszawa 1992.
209. Schnädelbach H., *Filozofia*, w: E. Martens, H. Schnädelbach (red.), *Filozofia. Podstawowe pytania*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1995, s. 57–97.
210. Schumpeter J.A., *History of Economic Analysis*, Allen & Unwin, London 1954.
211. Schumpeter J.A., *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, wyd. PWN, Warszawa 2009.
212. Seeger J.A., *Reversing the Images of BCG's growth share matrix*, *Strategic Management Journal* 1984, 5(1), s. 93–97.
213. Serban F., Stefanescu V., Ferrara M., *Portfolio Optimization and Building of its Efficient Frontier*, *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research* 2011, s. 125–137.
214. Sharma A.K., Kumar S., *Economic Value Added (EVA) – Literature Review and Relevant Issues*, *International Journal of Economics and Finance* 2010, 2(2).

215. Sharman A., Krishnan R., Grewal D., *Value Creation in Markets. A Critical Area of Focus for Business to Business Markets*, Industrial Marketing Management 2001, 20.
216. Siegel J.J., *Stocks for the long run*, third edition, McGraw-Hill, New York 2002.
217. Simon C., Sullivan M., *The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach*, Marketing Science 1993, 12, s. 28–52.
218. Simon H., *A Behavioral Model of Rational Choice*, Quarterly Journal of Economics 1955, 69(1), s. 99–118.
219. Siudak D., *Analiza jednokierunkowej migracji wartości*, Studia Ekonomiczne 2013, 3, s. 482–501.
220. Siudak D., *Analiza prawdopodobieństw zmiany stanu procesu migracji wartości przedsiębiorstw z wykorzystaniem łańcuchów Markowa*, Nauki o Finansach 2013, 4(17).
221. Siudak D., *Klasyfikacja przedsiębiorstw ze względu na trzy fazy migracji wartości z wykorzystaniem metod porządkowania liniowego*, Przegląd Statystyczny 2013, 2.
222. Siudak D., *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2013.
223. Siudak M., *Analiza migracji wartości w Polsce*, w: R. Knosala (red.), *Materiały konferencyjne: Komputerowo zintegrowane zarządzanie*, wyd. WNT, Warszawa 2000, s. 170–179.
224. Slater S.F., Olsen E.M., *A value-based management system*, Business Horizons 1999, 39(5), s. 48–52.
225. Slywotzki A.J., *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business School Press, Boston 1996.
226. Slywotzki A.J., Baumgartner P., Alberts L., Moukanas H., *Are You Enjoying Globalization Yet? The Surprising Implication for Business*, Journal of Business Strategy 2006, 27(4).
227. Slywotzki A.J., Morrison D.J., Andelman B., *Strefa zysku. Strategiczne modele działalności*, wyd. PWE, Warszawa 2000.
228. *Słownik wyrazów obcych*, E. Sobol (red.), wyd. PWN, Warszawa 1994.
229. Smith A. (1776), *The Wealth of Nations*, ed. E. Cannan, Reprint, Random House Modern Library, New York 1937.
230. Smith D., Sonnenblick R., *From Budget-Based to Strategy-Based Portfolio Management: A Six-Year Case Study*, Research Technology Management 2013, 56(5), s. 45–51.
231. Smith K.G., Mitchell T.R., Summer C.E., *Top level management priorities in different stages of the organizational life cycle*, Academy of Management Journal 1985, 28(4), s. 799–820.
232. Soros G., *The New Paradigm for Financial Markets*, PublicAffairs, New York 2008.
233. Steward G.B., *The Quest for Value. The EVA Management Guide*, Harper Business, New York 1991.
234. Stewart, G.B. III, *EVA: Fact and Fantasy*, Journal of Applied Corporate Finance 1994, 7(2), s. 71–84.
235. Stone A.D., *Financial Policy of Corporations*, Ronald Press Company, New York 1926.
236. Straff P., *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press, Cambridge 1960.
237. Strikwerda J., van Amerongen M., van Wijck M., *How Do Firms Adapt Their Organization to the New or Informational Economy?* Research Memorandum 2000, 5.
238. Suszyński C., *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, wyd. PWE, Warszawa 2007.

239. Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B., *Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady*, wyd. Poltext, Warszawa 2008.
240. Szablewski A., Tuzimek R. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, wyd. Poltext, Warszawa 2004.
241. Szczepanowski P., *Migracja wartości dla właścicieli spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu giełdowego w Polsce*, *Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, nr 238, Katowice 2015.
242. Szczepanowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, wyd. PWN, Warszawa 2007.
243. Tatariewicz W., *Arystoteles, David Hume, Max Scheler. O tragedii i tragiczności*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 1975.
244. Tatariewicz W., *Pojęcie wartości, czyli co historyk filozofii ma do zakomunikowania historykowi sztuki*, w: *O filozofii i sztuce*, wyd. PWN, Warszawa 1986.
245. Thaine D.H., *Stage of corporate development*, *Business Quarterly* 1969, 34(4), s. 34–35.
246. Thaler R., *Mental Accounting Matters*, *Journal of Behavioral Decision Making* 1999, 12, s. 183–206.
247. *The Cambridge Companion to Descartes*, ed. J. Cottingham, Cambridge University Press 1992.
248. Tomasz z Akwinu, *De ente et essentia*, tłum. M.A. Krąpiec, KUL, Lublin 1994.
249. Trugman G.R., *Understanding business valuation: A practical guide to valuing small to medium-sized businesses*, second edition, American Institute of Certified Public Accountants, New York 2002.
250. Van De Ven, A.H., Poole M.S., *Explaining development and change in organizations*, *Academy of Management Review* 1995, 20(3), s. 510–540.
251. Walras L., *Theory of Pure Economics*, ed. W. Jaffe, Allen und Unwin, London 1954.
252. Walters D., *Developing and Implementing Value Based Strategy*, *Management Decision* 1997, 35.
253. Wattenberg B., *Values Matter Most: How Republicans or Democrats or a Third Party Can Win and Review the American Way of Life*, Regnery Publishing, New York 1995.
254. Wenner D.L., LeBer R.W., *Managing for shareholder value – from top to bottom*, *Harvard Business Review* 1989, 11, s. 52–66.
255. Wiatr M., *Migracja wartości a procesy przedsiębiorczości*, w: M. Strużycki (red.), *Przedsiębiorczość w teorii i praktyce*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006.
256. Williams J.B., *The theory of investment value*, A.M. Kelley, New York 1938.
257. Windelband W., *Einleitung in die Philosophie*, Mohr (Siebeck), Tübingen 1914.
258. Worthington A., West, T., *Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added*, *Australian Journal of Management* 2004, 29(2), s. 201–224.
259. Wypych M., *Migracja wartości w przemysłowych spółkach giełdowych*, *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej* 2016, 93, s. 505–514.
260. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
261. Zwoliński Z., *Byt i wartość u Nicolaia Hartmanna*, wyd. PWN, Warszawa 1974.

Spis tabel

Tabela 1. Makro- i mikroośniki oraz sposoby podwyższania wartości-----	61
Tabela 2. Model faz rozwoju organizacji wg G.L. Lippity i W.H. Schmidta-----	94
Tabela 3. Cykl życia a poziom wypłat dywidend-----	101
Tabela 4. Charakterystyka faz migracji wartości-----	111
Tabela 5. Budowa syntetycznego indeksu migracji wartości SIMW-----	120
Tabela 6. Determinanty wartości przedsiębiorstw – sposób kalkulacji-----	138
Tabela 7. Liczba analizowanych przedsiębiorstw na potrzeby rozprawy doktorskiej w latach 2001–2014-----	140
Tabela 8. Liczba analizowanych przedsiębiorstw w latach 2011–2014-----	140
Tabela 9. Fazy migracji wartości dla KGHM Miedź Polska SA – sprawozdanie jednostkowe-----	142
Tabela 10. Fazy migracji wartości dla KGHM Miedź Polska SA – sprawozdanie skonsolidowane-----	142
Tabela 11. Liczba i rodzaj wykorzystanych sprawozdań finansowych w latach 2011–2014-----	143
Tabela 12. Migracja wartości – analiza jednostkowa dla rynku głównego i New Connect-----	153
Tabela 13. Migracja wartości – analiza sektorowa dla rynku głównego i New Connect-----	154
Tabela 14. Stabilność spółek w rankingu SIMW i alokacji do faz migracji wartości-----	156
Tabela 15. Determinanty wartości i wskaźniki finansowe w fazach migracji wartości-----	162
Tabela 16. Klasyfikacja determinantów wartości do faz migracji wartości na podstawie modelu Siudaka-----	163
Tabela 17. Klasyfikacja determinantów wartości do kwartyli <i>na podstawie MVA</i> -----	163
Tabela 18. Klasyfikacja determinantów wartości do kwartyli <i>na podstawie ΔMVA</i> -----	164
Tabela 19. Klasyfikacja determinantów wartości do kwartyli <i>na podstawie MVA/IC</i> -----	164
Tabela 20. Współzależność pomiędzy zmianą nośnika wartości (dynamika sprzedaży Y/Y, ROE, ROA) a fazami migracji wartości-----	166
Tabela 21. Współzależność pomiędzy zmianą nośnika wartości (ROS, CCC, FAP) a fazami migracji wartości-----	167
Tabela 22. Kalkulacja WACC-----	171
Tabela 23. Statystyka opisowa dla ROS-TH-----	172
Tabela 24. Wyniki testów rang-----	173

Spis rysunków

Rysunek 1. Sieć wartości dla akcjonariuszy-----	57
Rysunek 2. Klasyfikacja determinant wartości przedsiębiorstwa-----	60
Rysunek 3. Elementy składowe modelu DCF oraz powiązania czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa-----	66
Rysunek 4. Wpływ determinantów wartości na marżę graniczną oraz na wartość przedsiębiorstwa-----	89
Rysunek 5. Wpływ dynamiki sprzedaży na wartość przedsiębiorstwa-----	91
Rysunek 6. Zależność pomiędzy produktywnością środków trwałych, dynamiką sprzedaży a wartością przedsiębiorstwa-----	92
Rysunek 7. Pięciofazowy cykl życia organizacji według L. Greinera-----	97
Rysunek 8. Model koncepcyjny przepływu wartości pomiędzy jej fazami-----	112
Rysunek 9. Cykl życia produktu-----	115
Rysunek 10. Model trzech faz migracji wartości-----	116
Rysunek 11. Kryterium pomiaru faz migracji wartości przedsiębiorstw i ich klasyfikacji-----	118