

Paweł KOSIŃ
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
pkosin@ue.katowice.pl

DETERMINISTYCZNE BADANIE PRZYCZYNOWE ZMIAN RELACJI WARTOŚCI RYNKOWEJ I EWIDENCYJNEJ KAPITAŁU WŁASNEGO

Streszczenie. Celem artykułu jest wykazanie potencjału interpretacyjnego deterministycznych metod badania przyczynowego zmian wskaźników rynku kapitałowego. Do badania wybrano wskaźnik: wartość rynkowa kapitału własnego do jego wartości ewidencyjnej. Analizie poddano dane losowo dobranej próby osiemnastu korporacji. Uzyskane wyniki potwierdzają, że dzięki modelowi piramidalnej rozbudowy wskaźnika syntetycznego uzyskuje się interesującą perspektywę wykorzystania przywołanych wyżej metod. Wskazuje się też na możliwości konceptualizacji odmiennych, od wykorzystanej w artykule, konstrukcji związków przyczynowo – skutkowych.

Słowa kluczowe: metody deterministyczne, badanie przyczynowe, wartość dla akcjonariuszy

CAUSAL EXAMINING CHANGES OF THE RELATION OF THE MARKET TO BOOK CAPITAL VALUE

Abstract. Demonstrating the interpretative potential of deterministic survey methods is a purpose of the article causal of changes of rates of the capital market. For the examination an indicator was chosen: market value of the equity to his record value. Data was analysed for the randomly selected attempt of eighteen corporations. Achieved results confirm, that the interesting prospect of using evoked higher methods is being obtained thanks for the model of the pyramidal expansion of the synthetic indicator. They are pointing out also to possibilities conceptualization of different, than used in the article, constructs of connections causally - consecutive.

Keywords: detetministic methods, casual examining, shareholder value

1. Wprowadzenie

Od lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia najczęściej deklarowanym syntetycznym kryterium decyzyjnym organizacji gospodarczych jest wartość dla akcjonariuszy. Powszechnie też uznaje się, że realizacja tego celu może być oceniana poprzez wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wraz z utrwalaniem się koncepcji zarządzania zorientowanych na pomiar wartości rynkowej kapitału własnego, pojawiały się poszukiwania jej związku z parametrami oceny kondycji finansowej spółki¹. Wyniki tych poszukiwań przypisują priorytet zdyskontowanej wartości przepływów pieniężnych, a więc wartości dochodowej, nad innymi księgowymi wskaźnikami wyników. Problem polega jednak na tym, że notowania rynkowe często nie są zgodne z fundamentalnymi analizami, a przede wszystkim prognozowanie DCF jest przedsięwzięciem złożonym i trudnym, a wyznaczenie stopy aktualizacji opierać się może na przesłankach subiektywnych i nieoszacowanym ryzyku.

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie na możliwości, jakie stwarzają w rozważanym obszarze analiz metody deterministyczne badania przyczynowego. Łączą one wysoką miarodajność wyników z prostotą procedowania i dostępnością danych. Do egzemplifikacji możliwości wybrano wskaźnik: wartość rynkowa do wartości ewidencyjnej. Zakres prezentowanych badań nie upoważnia do wniosku o miarodajności wyników w szerszym sensie, w szczególności w znaczeniu miarodajności statystycznej. Otwierają jednak perspektywę do pogłębiania analiz i konstrukcji innych modeli związków przyczynowo – skutkowych.

2. Znaczenie relacji wartości rynkowej i ewidencyjnej kapitału przedsiębiorstwa oraz możliwości jej dekompozycji

Kryzys nadzoru korporacyjnego oraz jego słabości ujawnione chociażby przez kryzys 2007/2008, podważyły w części sens ekonomiczny koncepcji *shareholdervalue*². Pomimo toczących się dyskusji³, nadrzędność punktu widzenia właścicieli kapitału nad oczekiwaniami pozostałych interesariuszy jest nadal dominującą perspektywą badawczą z jednej strony,

¹ Można w tym miejscu przywołać badania z lat dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku cytowane w: [5], czy wyniki badań publikowane w: [1].

²Fundamentalne znaczenie mają tu prace A. Rappaporta; por.: [8].

³ Poruszyć w tym miejscu należy przede wszystkim koncepcję *Stakeholder Value* – wartości dla interesariuszy, ukierunkowującej zarządzanie firmą i wybór strategii działania nie tylko na interesy właścicieli kapitału, lecz także pozostałych partnerów korporacji. Jako pierwotny w tym zakresie wskazać należy model koalicyjny M. Cyerta i J.G. Marcha; por.: [3, s. 1-16]. Połączyć należy ten punkt widzenia z koniecznością uwzględniania pozafinansowych uwarunkowań efektywności przedsiębiorstw w otoczeniu, co zogniskowane jest w koncepcji zrównoważonego rozwoju; por.: [7].

a z drugiej fundamentem regulacji rynku kapitałowego i dobrych praktyk spółek. W konsekwencji wartość kapitału dla akcjonariuszy jest też kluczowym wskaźnikiem oceny pracy zarządów korporacji [2, s. 13]. Ogranicza to ryzyko, którego źródłem mógłby stać się wybór innych celów działania spółek, a jednocześnie otwiera czytelny obszar badawczy o dużym potencjale teoretycznym i praktycznym: jakie konkretne działania zarządów przekuwają się na wzrost miar *shareholdervalue*? [9, s. 55-74].

Bezsprzecznym walorem koncepcji *shareholdervalue* jest zawarty w niej jednoznaczny, mierzalny cel działania przedsiębiorstwa. Wskazuje się, że realizacja tego celu oznacza maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa opierającej się na zaktualizowanej wartości szacowanych wolnych przepływów pieniężnych, z których zaspokajają swoje oczekiwania dostawcy kapitału⁴. Wartość dla akcjonariuszy wzrasta ona wraz z iloczynem nadwyżki stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału nad kosztem zainwestowanego kapitału wyznaczonego przez wymogi rynku, z uwzględnieniem struktury zainwestowanego kapitału oraz wartości zainwestowanego kapitału, czyli wartości aktywów generujących dochód służący zaspokojeniu oczekiwań dostawców kapitału.

Ostatnia z powyższych konstatacji wskazuje na związek ze wskaźnikiem „cena do wartości księgowej” C/WK (*price to bookvalue ratio* – P/BV). Jest to miara bardzo popularna w analizie fundamentalnej; informuje o cenie, jaką trzeba zapłacić za złotówkę wartości kapitałów, a więc o kwestii fundamentalnej dla stron transakcji na rynku kapitałowym. Jest on też wykorzystywany, obok wskaźnika *q* Tobina do pomiaru kapitału intelektualnego [10, s. 645], co odzwierciedla założenie, że nadwyżka wartości rynkowej ponad wartość ewidencyjną (w przypadku wskaźnika *q* Tobina ponad wartość odtworzeniową) wynika z możliwości osiągnięcia przez przedsiębiorstwo ponadprzeciętnych dochodów dzięki zaangażowanemu kapitałowi intelektualnemu. Wśród argumentów na rzecz wyboru do dalszych prezentacji wskaźnika C/WK, nie zaś *q* Tobina wymienić należy w pierwszej kolejności prozaiczny aspekt proceduralny. Ustalenie wartości odtworzeniowej jest nieporównywalnie trudniejsze, aniżeli odczyt wartości ewidencyjnej. Przy nawet najbardziej rzetelnych analizach, prawidłowość oznaczenia wartości odtworzeniowej danego aktywu jest funkcją dostępności danych o rynku aktywów, a przez to jest uwarunkowana, przynajmniej w części, subiektywnie. Wskazuje się też czasem historyczne determinanty wartości ewidencyjnej, jednakże poszerzanie zakresu stosowania wartości godziwej osłabia wymowę tego kryterium.

Konstrukcja omawianego wskaźnika kryje jednak pewne ograniczenia interpretacyjne. Jego wysokość oddaje efektywność wykorzystania aktywów wybranej spółki, a przez to także kapitału, który sfinansował ich powstanie. Z reguły wyższy poziom wskaźnika C/WK zachodzi w przypadku podmiotów charakteryzujących się korzystną rentownością prowadzonej działalności. Pomija się jednak tak istotny aspekt analizy fundamentalnej, jak

⁴ Pogląd taki można znaleźć między innymi w: [4].

źródła pochodzenia kapitału i jego struktura. Interpretację determinuje też struktura branżowa. Przedsiębiorstwa działające w branżach kapitałochłonnych charakteryzują się niższymi wartościami tego mnożnika. W procesie wnioskowania na podstawie mnożnika C/WK uwzględnić też należy uwarunkowania wynikające z charakterystyki cyklu koniunkturalnego, a więc parametrów ujawnianych na gruncie analizy technicznej. W fazie wzrostów więcej podmiotów wyceniana jest powyżej wartości księgowej i odwrotnie, bessa i niechęć do ryzyka sprawiają, że spółki wyceniane są poniżej wartości kapitału finansującego ich aktywa.

Część z omawianych ograniczeń można przełamać dzięki wyjściu poza analizę opartą na interpretacji pojedynczych wskaźników i sięgnięciu do możliwości, jakie daje dezagregacja wskaźnika syntetycznego celem rozpoznania współzależności przyczynowo – skutkowych pomiędzy elementami struktury składającej się na ten wskaźnik. Taka technika, określana też jako model piramidalnej rozbudowy wskaźnika syntetycznego, stosowana jest z powodzeniem w analizie ekonomicznej i pomimo swej prostoty i deterministycznego w swej istocie ujęcia zdarzeń gospodarczych – zachowuje atrybuty utylitarne. Zastosowanie metod deterministycznych w analizie finansowej umożliwia identyfikację siły odchylenia badanej zmiennej ekonomicznej pod wpływem poszczególnych czynników. W konsekwencji metody deterministyczne stanowią narzędzie wysokiej użyteczności w mechanizmie badania przyczynowego [6, s. 117-125].

Arytmetyka prowadzi do konstatacji, że maksymalizacja relacji ceny rynkowej kapitału własnego spółki i jego wartości księgowej jest uwarunkowana:

- strukturą wykorzystywanego przez korporację kapitału,
- stopą renty od wartości rynkowej zaangażowanego kapitału właścicielskiego,
- umiejętnością wykorzystania posiadanych aktywów do generowania dochodu.

Jeżeli wartość rynkową kapitału własnego oznaczy się jako MV , wartość księgową kapitału własnego – BV , a dalej wartość zysku netto – NP oraz wartość aktywów jako A , to uprawniony staje się poniższy zapis:

$$MV/BV = A/BV * MV/NP * NP/A$$

3. Parametry finansowe charakteryzujące badaną zbiorowość przedsiębiorstw

Badaniem objęto osiemnaście spółek notowanych w obrocie publicznym. Źródłem danych są publikacje w ramach relacji inwestorskich dotyczące danych skonsolidowanych za rok 2016. W przypadku odczytu wartości kapitalizacji spółek wykorzystano portal finansowy Bankier (www.bankier.pl) odczyt na dzień 18 kwietnia 2017 roku. Dobór podmiotów miał charakter losowy, aczkolwiek z założenia do próby przyjęto dziewięć przedsiębiorstw

produkcyjnych (bez przetwórstwa surowców) oraz dziewięć przedsiębiorstw usługowych (przy czym wszystkie z nich funkcjonują w oparciu o nowoczesny model biznesowy i wykorzystują zaawansowane rozwiązania informatyczne; wyłączone też przedsiębiorstwa świadczące usługi finansowe). Dla właściwej interpretacji omawianych dalej wyników należy wspomnieć, że nie testowano ich istotności statystycznej, a dodatkowo eliminowano te podmioty, które nie wykazały się dodatnim zyskiem netto bądź to w roku 2015, bądź w 2016). Kluczowe dla obliczeń dane zawarto w tabeli 1.

Tabela 1
Kluczowe charakterystyki wyników badanych spółek za lata 2015 i 2016 (tys. zł)

L.p.	Podmiot	Branża	Market Value (MV)		Book Value (BV)		Total Assets (A)		Net Profit (NP)		Total Sale (S)	
			2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
1	Benefit Systems	R. i w.	1 827 548	2 408 048	172 120	203 523	346 009	485 147	54 082	72 268	464 566	565 266
2	K2 Internet	R. i m.	49 452	32 504	37 016	34 296	53 577	51 820	1 536	235	8 477	7 363
3	Atende	S. inf.	142 466	176 992	58 210	57 447	175 766	145 974	8 950	7 303	226 061	172 460
4	Pro CAD	S. inf.	17 971	14 250	18 250	19 407	28 010	24 056	2 090	1 156	56 684	50 839
5	TALEX	S. inf.	70 959	58 560	48 815	49 644	106 409	98 458	6 250	4 720	113 037	124 057
6	WASKO	S. inf.	205 799	156 842	221 527	214 669	304 262	270 452	26 442	271	450 863	209 618
7	4FunMedia	Med.	22 590	25 828	27 981	30 204	41 410	41 663	2 826	1 169	24 793	38 155
8	Kino Polska TV	Med.	130 271	187 348	71 335	66 441	97 472	130 606	16 071	15 349	107 057	113 936
9	PMPG	Med.	34 913	54 712	26 895	33 791	46 501	53 845	5 846	7 990	51 800	57 130
10	EUROTEL	El. u.	66 937	82 462	37 643	41 590	61 989	70 413	6 526	9 195	207 219	240 560
11	FAM	W.met.	90 616	125 300	35 689	37 373	100 180	101 489	9 375	19 547	88 343	111 872
12	Izostal	W.met.	141 352	183 366	163 469	170 527	268 686	365 471	2 456	7 093	210 061	379 878
13	Mangata Holding	W.met.	673 016	800 889	367 118	409 386	579 921	621 799	31 871	44 891	377 137	568 251
14	Odlewnie Polskie	W.met.	73 135	95 055	43 594	54 911	80 397	90 613	11 916	12 656	136 719	138 160
15	Rawlplug	W.met.	303 302	410 256	393 625	421 309	794 299	852 450	8 587	37 574	672 715	704 866
16	DECORA	Bud.	124 221	125 693	139 341	124 303	212 180	184 125	3 364	13 035	197 908	208 537
17	Wittchen	P.odz.	302 972	313 130	102 926	111 928	187 550	184 389	27 111	20 341	151 646	170 280
18	Wistil	W.sk.	47 633	72 140	713 192	745 252	1 073 099	1 157 848	121 542	131 134	327 890	310 862

Skróty zastosowane dla oznaczenia branż: R. i w. – rekreacja i wypoczynek; R. i m. – reklama i marketing; S. inf – systemy informatyczne; Med. – media; El. u. – elektronika użytkowa; W. met. – wyroby metalowe; Bud. – budownictwo; P. oddz. – przemysł odzieżowy; W. sk. – wyroby skórzane

Źródło: publikacje spółek w ramach relacji inwestorskich; www.bankier.pl.

4. Badanie przyczynowe zmian wybranego wskaźnika syntetycznego

Do dalej prezentowanych badań wybrano metodę kolejnych podstawień (podstawień łańcuchowych). Pozostaje ona metodą stosunkowo najczęściej stosowaną w jednopoziomowych analizach złożonych zależności. Jest to wynikiem jej prostoty aplikacyjnej i interpretacyjnej, w tym zachowania kompletności rozliczeń, tj. suma odchyień

cząstkowych przypisanych poszczególnym zmiennym jest równa łącznemu odchyleniu. Zaznaczając przydatność metody w badaniach różnorodnych zależności deterministycznych, nie można pominąć faktu, że w zależności od kolejności podstawiania zmiennych objaśniających uzyskiwane są różnorodne wyniki.

W pierwszej kolejności wyznaczono wskaźnik syntetyczny będący przedmiotem piramidalnej rozbudowy MV/BV oraz wskaźniki analityczne: A/BV; MV/NP, NP/A (oznaczenia jak wyżej). Uzyskane wyniki zestawiono dalej w tabeli 2.

Tabela 2

Wybrane wskaźniki analityczne badanych spółek w latach 2015 i 2016

L.p.	Podmiot	MV/BV		A/BV		MV/NP		NP/A	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
1	Benefit Systems SA	10,62	11,83	2,01	2,38	33,8	33,3	0,16	0,15
2	K2 Internet SA	1,34	0,95	1,45	1,51	32,2	138,3	0,03	0,00
3	Atende SA	2,45	3,08	3,02	2,54	15,9	24,2	0,05	0,05
4	Pro CAD SA	0,98	0,73	1,53	1,24	8,6	12,3	0,07	0,05
5	TALEX SA	1,45	1,18	2,18	1,98	11,4	12,4	0,06	0,05
6	WASKO SA	0,93	0,73	1,37	1,26	7,8	578,8	0,09	0,00
7	4FunMedia SA	0,81	0,86	1,48	1,38	8,0	22,1	0,07	0,03
8	Kino Polska TV SA	1,83	2,82	1,37	1,97	8,1	12,2	0,16	0,12
9	PMPG SA	1,30	1,62	1,73	1,59	6,0	6,8	0,13	0,15
10	EUROTEL SA	1,78	1,98	1,65	1,69	10,3	9,0	0,11	0,13
11	FAM SA	2,54	3,35	2,81	2,72	9,7	6,4	0,09	0,19
12	Izostal SA	0,86	1,08	1,64	2,14	57,6	25,9	0,01	0,02
13	Mangata Holding SA	1,83	1,96	1,58	1,52	21,1	17,8	0,05	0,07
14	Odlewnie Polskie SA	1,68	1,73	1,84	1,65	6,1	7,5	0,15	0,14
15	Rawlplug SA	0,77	0,97	2,02	2,02	35,3	10,9	0,01	0,04
16	DECORA	0,89	1,01	1,52	1,48	36,9	9,6	0,02	0,07
17	Wittchen sa	2,94	2,80	1,82	1,65	11,2	15,4	0,14	0,11
18	Wistil SA	0,07	0,10	1,50	1,55	0,4	0,6	0,11	0,11

Źródło: kalkulacje własne na podstawie publikacji spółek w ramach relacji inwestorskich; www.bankier.pl.

To zestawienie pozwoliło na badanie przyczynowe przy zastosowaniu omówionej wyżej metody. Zgodnie z nią siła wpływu poszczególnych wskaźników analitycznych W na wielkość wskaźnika syntetycznego kształtuje się tak, jak zostało to przedstawione w tabeli 3.

Tabela 3

Wyniki deterministycznego badania przyczynowego odchyień wskaźnika syntetycznego pomiędzy rokiem 2016 i 2015 dla badanych spółek

L.p.	Podmiot	Odchylenie łączne wskaźnika syntetycznego	$W_{A/BV}$	$W_{MV/NP}$	$W_{NP/A}$
1	Benefit Systems SA	1,21	1,97	-0,18	-0,58
2	K2 Internet SA	-0,39	0,06	4,60	-5,04
3	Atende SA	0,63	-0,39	1,08	-0,05
4	Pro CAD SA	-0,25	-0,19	0,34	-0,41
5	TALEX SA	-0,27	-0,13	0,12	-0,27
6	WASKO SA	-0,20	-0,08	62,51	-62,64
7	4FunMedia SA	0,05	-0,05	1,33	-1,22
8	Kino Polska TV SA	0,99	0,80	1,33	-1,14
9	PMPG SA	0,32	-0,10	0,18	0,25
10	EUROTEL SA	0,20	0,05	-0,23	0,38
11	FAM SA	0,81	-0,08	-0,83	1,72
12	Izostal SA	0,21	0,26	-0,62	0,57
13	Mangata Holding SA	0,12	-0,07	-0,27	0,47
14	Odlewnie Polskie SA	0,05	-0,18	0,34	-0,11
15	Rawlplug SA	0,20	0,00	-0,53	0,73
16	DECORA	0,12	-0,02	-0,64	0,78
17	Wittchen sa	-0,15	-0,28	1,00	-0,87
18	Wistil SA	0,03	0,00	0,03	0,00

Źródło: kalkulacje własne na podstawie publikacji spółek w ramach relacji inwestorskich, www.bankier.pl.

Powyższe wyniki mogą być bardzo przydatne w procesach podejmowania decyzji tak przez zarządy poszczególnych korporacji, jak i przez inwestorów decydujących. Są jednak trudne do zinterpretowania na wyższym poziomie uogólnienia. Dlatego też przekształcono wyniki tak, aby uzyskać strukturę wielkości wpływów cząstkowych na odchylenie łączne wskaźnika syntetycznego dla poszczególnych podmiotów rozpatrywanej próby (tabela 4).

Dla wartości procentowych zestawionych w tabeli 4 wyznaczono wielkości średnie (średnią arytmetyczną). I tak:

- przeciętny udział wskaźnika cząstkowego A/BV na odchylenie łączne wskaźnika syntetycznego MV/BV wynosi w badanej próbie 6,4%,
- przeciętny udział wskaźnika cząstkowego MV/NP na odchylenie łączne wskaźnika syntetycznego MV/BV wynosi w badanej próbie (minus) %1 736,3% (interpretacja znaku musi uwzględnić przyjętą konstrukcję wskaźnika),
- przeciętny udział wskaźnika cząstkowego NP/A na odchylenie łączne wskaźnika syntetycznego MV/BV wynosi w badanej próbie 1 829,9%.

Tabela 4
Struktura wielkości wpływów cząstkowych na odchylenie łączne wskaźnika syntetycznego

L.p.	Podmiot	W _{A/BV}	W _{MV/NP}	W _{NP/A}	Razem
1	Benefit Systems SA	162,5%	-14,5%	-48,0%	100,0%
2	K2 Internet SA	-15,1%	-1184,1%	1299,2%	100,0%
3	Atende SA	-61,2%	169,9%	-8,7%	100,0%
4	Pro CAD SA	75,6%	-137,7%	162,1%	100,0%
5	TALEX SA	47,8%	-44,8%	96,9%	100,0%
6	WASKO SA	38,7%	-31512,6%	31573,8%	100,0%
7	4FunMedia SA	-114,8%	2777,8%	-2563,0%	100,0%
8	Kino Polska TV SA	80,6%	133,7%	-114,4%	100,0%
9	PMPG SA	-31,7%	54,6%	77,1%	100,0%
10	EUROTEL SA	24,4%	-112,3%	187,9%	100,0%
11	FAM SA	-10,2%	-101,7%	211,8%	100,0%
12	Izostal SA	124,8%	-294,9%	270,1%	100,0%
13	Mangata Holding SA	-57,3%	-222,2%	379,5%	100,0%
14	Odlewnie Polskie SA	-330,3%	628,5%	-198,2%	100,0%
15	Rawlplug SA	1,0%	-262,6%	361,6%	100,0%
16	DECORA	-20,3%	-535,3%	655,6%	100,0%
17	Wittchen sa	193,4%	-688,2%	594,8%	100,0%
18	Wistil SA	7,2%	92,8%	0,0%	100,0%

Źródło: Opracowanie własne.

5. Podsumowanie

Pierwsze, co rzuca się w oczy w przytoczonych powyżej wynikach kalkulacji, to marginalizacja znaczenia wskaźnika stosunku wartości ewidencyjnej aktywów i wartości rynkowej kapitału własnego spółki. Oznacza to, że dla inwestorów decydujących swoimi transakcjami o dynamice shareholdervalue, jej ubezpieczenie wartością majątku posiadanego przez podmiot, jest relatywnie mniej znaczące. Spostrzeżenie to znajduje swoje potwierdzenia także w przypadku, gdy rozpatruje się badane spółki jako dwa podzbiory. Wyniki jednak są odmienne. Dla usługowych spółek wysokich technologii omawiany parametr był dodatni i wynosił 20,3%, zaś w dla spółek produkcyjnych ujemny: – 7,5%.

Wysokie znaczenie rentowności kapitału własnego nie może być niespodzianką. Tak samo rentowność aktywów. W przypadku spółek usługowych można mówić o pewnej równowadze znaczenia w kształtowaniu odchylenia wskaźnika syntetycznego. Udział wpływu zmian wskaźnika MV/NP wynosi średnio -3 306,4%, a wskaźnika NP/A –3 386,1%. Odmienne rzecz ma się w przypadku spółek produkcyjnych. Te same parametry wynoszą odpowiednio -166,2% i 273,7%. Mogłoby to teoretycznie oznaczać – przynajmniej w obrębie

podzbioru wybranych spółek, że z inwestorskiego punktu widzenia istotniejsza jest zdolność aktywów do generowania renty (opierająca się w dużej mierze na optymalizacji wykorzystania zasobów, a więc wspomagana dźwignią operacyjną), mniej zaś rentowność kapitału własnego wykorzystująca efekt dźwigni finansowej.

Przywołano jedynie niektóre, z możliwych konstatacji. Artykuł niniejszy ma charakter przyczynkowy i prowadzone badania nie aspirują do wszechstronnego i w pełni miarodajnego rozstrzygnięcia kwestii czynników wpływających na zmiany w relacji pomiędzy wartością rynkową kapitału własnego przedsiębiorstw, a wartością kapitału wykazaną w ich księgach handlowych. Wydaje się, że uzasadniony będzie wniosek potwierdzający potencjał interpretacyjny deterministycznych metod badania przyczynowego. Może być szeroko wykorzystywany dla odmiennych od wybranego wskaźników syntetycznych, pod warunkiem identyfikacji jego opisu przez wskaźniki niższego rzędu.

Bibliografia

1. Black A., Wright P., Bachman J.E., Davies J.: W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. ABC, Warszawa 2000.
2. M. Bragg S.M.: The investor relations guidebook. Accounting Tools, Cennial 2012
3. Cyert R.M., March J.G.: A Behavioral Theory of the Firm. Englewood Cliffs Prentice - Hall, New York 1963.
4. Ehrbar A.: EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa. WIG – Press, Warszawa 2000.
5. Herman A, Szablewski A.(red.): Zarządzanie wartością firmy. POLTEXT, Warszawa 1999.
6. Miculeac M.E., Cechin-Crista P.: Deterministic methods used in financial analysis. „Journal of Public Administration, Finance and Law”, issue 5, 2014.
7. Porter M.E., Kramer M.R.: Strategia a społeczeństwo: społeczna odpowiedzialność biznesu - pożyteczna moda czy nowy element strategii konkurencyjnej? Harvard Business Review Polska 2007, Nr 6(52).
8. Rappaport A.: Creating Shareholder Value.A Guide for Managers and Investor. Free Press, New York 1997.
9. McSweeney B.: Maximizing shareholder value. A panacea for economic growth or a recipe for economic and social disintegration? Critical Perspective on International Business 2008, Vol. 4 Issue 1.
10. Nita B., Wycena kapitału intelektualnego w raportach menedżerskich, Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2013, nr 761.