

Mirosław WYPYCH  
Społeczna Akademia Nauk w Łodzi  
Wydział Zarządzania

## MIGRACJA WARTOŚCI W PRZEMYSŁOWYCH SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

**Streszczenie.** W artykule zaprezentowano wyniki badania procesu migracji wartości w odniesieniu do giełdowych spółek, reprezentujących sektor przemysłowy. Podjęto próbę odpowiedzi na pytanie: czy spółki przemysłowe są pozytywnie oceniane przez inwestorów giełdowych i kreują wartość dla właścicieli? Analiza obejmuje okres 2011-2015, a badaniu poddano 113 spółek. Wykazano, że spółki sprywatyzowane prezentują się korzystniej w porównaniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa i na tle ogółu spółek giełdowych.

**Słowa kluczowe:** wartość rynkowa, wartość dodana, spółka giełdowa, inwestor giełdowy.

## VALUE MIGRATION IN WARSAW STOCK – EXCHANGE’S INDUSTRIAL COMPANIES

**Summary.** The paper presents results of value migration process of stock – exchange’s industrial companies’ analysis. The answer to following question has been attempted: Are industrial companies are evaluated positively by investors and are they creating value for their owners. The analysis covers 2011-2015 years for 113 companies. The results show that private entities are in better condition than state treasury’s companies and whole stock – exchange companies.

**Keywords:** market value, value added, stock – exchange company, stock market investor.

### 1. Wstęp

W literaturze ekonomicznej zjawisko migracji wartości najczęściej kojarzone jest z przepływami kapitałowymi. To one w ostatecznym rachunku przekładają się na wartość

rynkową przedsiębiorstw. Migrację wartości należy postrzegać również w kontekście podstawowego celu przedsiębiorstwa, za który wspólnie uznaje się maksymalizację wartości właścicieli. Jeżeli firma potrafi zapewnić trwały, długookresowy wzrost wartości dla właścicieli, przekraczający przeciętną stopę zwrotu, to ma szansę stać się podmiotem szybciej i skuteczniej przyciągającym kapitał. Migracja wartości jest zatem następstwem poszukiwania efektywnych możliwości alokacji kapitału i może być rozpatrywana zarówno w odniesieniu do konkretnego podmiotu gospodarczego, jak i w ramach wyodrębnionego układu, stanowiącego zbiór podmiotów.

Celem artykułu jest analiza i ocena procesu migracji wartości w spółkach giełdowych, reprezentujących sektor przemysłowy. Jeżeli założymy, że przesłanką migracji wartości jest poszukiwanie efektywnych możliwości zagospodarowania kapitału, to pozwala to na ocenę efektywności spółek przemysłowych, którą można traktować jako swoisty wyróżnik ich konkurencyjności na rynku kapitałowym. Badanie obejmuje spółki, które notowane były na giełdzie we wszystkich latach okresu 2011-2015. Źródło informacji stanowią publikacje GPW w Warszawie, dotyczące wyceny rynkowej i wyników finansowych spółek.

## 2. Istota i pomiar zjawiska migracji wartości

Termin „migracja wartości” pozostaje w ścisłym związku z koncepcją zarządzania przez wartość, zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa uznawana jest obecnie za podstawowe kryterium oceny jego efektywności. Po raz pierwszy został on zaproponowany w połowie lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia przez A. Sływotzky’ego: *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* [8, p. 21]. T. Brabazon, migrację wartości określił jako [...] *przepływ sposobności do wzrostu, zysku, a w końcu wartości dla akcjonariuszy z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego* [...] [1, p.14]. W literaturze krajowej na szczególną uwagę, zwłaszcza z punktu widzenia niniejszego opracowania, zasługuje określenie sformułowane przez M. Siudaka: *Migracja wartości polega na odpływie wartości z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego, jako następstwo poszukiwania efektywnych możliwości alokacji kapitału* [...] [7, s. 155], ponieważ wskazuje na efektywność alokacji jako przyczynę przepływu wartości. Najgłębszą analizę tego zjawiska na polskim rynku kapitałowym, obejmującą okres 2002-2006, przeprowadził D. Siudak [6].

Pojęcie „wartości” jako kategorii ekonomicznej nie jest jednoznaczne. Z punktu widzenia realizacji podstawowego celu przedsiębiorstwa, które działa w warunkach rynkowych, wartość kojarzy się przede wszystkim z jego wyceną. Wiedza o wartości przedsiębiorstwa

stanowi podstawę zarządzania finansami przedsiębiorstwa, dążącego do maksymalizowania dochodów dla swych właścicieli. Problematyka wyceny przedsiębiorstwa jest kwestią bardzo złożoną, z uwagi na różne metody szacowania jego wartości. Nie rozwijając tego wątku, ograniczono się jedynie do podkreślenia różnicy między pojęciami „wartość” i „cena”. Wartość przedsiębiorstwa stanowi punkt wyjścia do określenia jego ceny w drodze negocjacji. Cena jest więc wynikiem kompromisu obu stron transakcji kupna – sprzedaży, gdzie nabywca i sprzedawca subiektywnie wyrażają opinię o wartości danego przedsiębiorstwa. W przedstawianym przypadku chodzi o transakcje obrotu akcjami spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Na podstawie ceny akcji (kurs akcji w określonym momencie czasowym) możliwe jest ustalenie wartości rynkowej (giełdowej) konkretnej spółki.

Wartość rynkowa spółki jest wynikiem iloczynu liczby wyemitowanych przez nią i będących w obrocie giełdowym akcji oraz ich kursu. Tak rozumiana wartość rynkowa spółki równa jest wartości rynkowej jej kapitałów własnych, nie może być jednak utożsamiana z wartością bilansową kapitałów własnych, która jest kategorią księgową. Wartość bilansowa kapitałów własnych często określana jest jako wartość księgowa netto, ponieważ obliczana jest jako różnica wartości księgowej majątku (aktywów) i zobowiązań.

Tylko w momencie zawiązania spółki jej wartość księgowa netto, wynikająca z bilansu otwarcia, jest równa wartości rynkowej. W toku prowadzenia działalności wartość rynkowa zaczyna odbiegać od wartości księgowej, zmienia się bowiem zarówno wartość rynkowa spółki, jak i jej wartość księgowa. Początkowa wartość księgowa netto odpowiada rzeczywistej sumie kapitału przekazanego firmie przez właścicieli. W toku prowadzenia działalności wartość księgowa powiększa się, dzięki reinwestycji zysku i nowym emisjom akcji. Jeżeli przedsiębiorstwo efektywnie wykorzystuje kapitał, to osiąga stopę zwrotu z tego kapitału wyższą od kosztu jego pozyskania. Oznacza to, że realizuje strategię rozwojową, która zapewnia efektywne wykorzystanie majątku powstałego z podejmowanych inwestycji i tworzy w ten sposób wartość dodaną [4, s. 95]. Relacja wartości rynkowej do wartości księgowej charakteryzuje zatem rynkową wycenę kapitału własnego. Z tworzeniem wartości mamy do czynienia, jeżeli spółka zostanie wyceniona przez rynek powyżej swojej wartości księgowej.

Nadwyżka rynkowej wartości kapitału własnego ponad jego wartość księgową oznacza przyływ wartości, który D. Siudak określa jako dodatnie skumulowane saldo migracji wartości. Z kolei sytuacja odwrotna – nadwyżka wartości księgowej ponad wartość rynkową – oznacza odpływ wartości, czyli ujemne skumulowane saldo migracji wartości [6, s. 60-61]. Należy tu wyraźnie podkreślić, że tak interpretowana migracja odnosi się do kreowania wartości dodanej od początku rozpoczęcia działalności, a więc uwzględnia zwiększanie lub zmniejszanie wartości przedsiębiorstwa w perspektywie długoterminowej, jednak charakteryzuje stan na określony moment czasowy. Ten sposób ujmowania migracji wartości jest zgodny z koncepcją rynkowej wartości dodanej.

Biorąc powyższe pod uwagę uzasadnione wydaje się być rozgraniczenie między migracją wartości rynkowej a migracją wartości dodanej. Migracja wartości rynkowej oznacza przepływ kapitału związany z transakcjami kupna – sprzedaży akcji, których konsekwencją jest zmiana wartości rynkowej spółki w określonym przedziale czasowym. Migracja wartości dodanej oznacza natomiast rynkową wycenę kapitału własnego spółki na określony moment czasowy, jako rezultat weryfikacji przez inwestorów giełdowych rzeczywistej wartości spółki na podstawie oceny jej potencjału dochodowego i możliwości rozwojowych.

Uzasadnieniem przyjęcia wartości rynkowej do charakterystyki procesu migracji wartości są fundamentalne cechy inwestycji kapitałowych [5, s. 42]:

- kapitał występuje w formie kapitału pieniężnego,
- przedmiotem inwestowania jest zróżnicowany kapitał finansowy, czyli instrumenty finansowe o różnym terminie zapadalności,
- inwestor wybiera konkretne lokaty kapitału według kryterium własnych preferencji w zakresie stopy zwrotu i ryzyka inwestycyjnego.

Wartość rynkowa spółki podlega bieżącej wycenie przez rynek kapitałowy. Ścierają się na nim oczekiwania inwestorów, dotyczące efektywności alokacji kapitału powierzonego spółce. Na podstawie oceny wartości spółki przez inwestorów na rynku kapitałowym ustalana jest cena akcji, a w konsekwencji następuje migracja wartości między spółkami.

Pomiar migracji wartości rynkowej dokonywany jest w jednostkach monetarnych. Porównując wartość spółki, obliczoną na podstawie kursu akcji na początek i koniec okresu objętego analizą, ustala się, czy w odniesieniu do konkretnej spółki mamy do czynienia z napływem czy odpływem kapitału. Oczywiście nie chodzi tu o napływ (odpływ) kapitału bezpośrednio do spółki, lecz o przemieszczanie się kapitału na rynku giełdowym.

Do pomiaru migracji wartości dodanej wykorzystuje się formułę miernika w postaci relacji, wyrażającej stosunek wartości rynkowej spółki do jej wartości księgowej P/BV (ang. *price/book value*). Jak wskazują doświadczenia praktyczne, bazą odniesienia może być także wartość przychodów netto ze sprzedaży [2, s. 31-33]. Jednakże z merytorycznego punktu widzenia i w świetle przeprowadzonych wcześniej wywodów, do opisu i analizy procesu migracji wartości najbardziej poprawny wydaje się wskaźnik P/BV. Jest to jeden z głównych mnożników rynku kapitałowego. Zgodnie z koncepcją zarządzania przez wartość efektem prawidłowego zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest nadwyżka wartości rynkowej nad wartością księgową zaangażowanych kapitałów przez właścicieli (akcjonariuszy). Jak już podkreślono, istota kreowania wartości dodanej sprowadza się do sytuacji, w której wartość rynkowa kapitału zainwestowanego historycznie przez właścicieli wzrośnie powyżej jego wartości księgowej. Uzupełniającym miernikiem poziomu migracji wartości dodanej może być postać różnicowa w formie relacji  $P - BV$ .

Biorąc powyższe pod uwagę i nawiązując do celu artykułu, do analizy procesu migracji wartości, obok wartości rynkowej, wykorzystane zostaną mierniki P/BV i  $P - BV$ .

Należy w tym miejscu podkreślić, że o ile determinantami migracji w odniesieniu do pojedynczych przedsiębiorstw są głównie stopień rozwoju konkurencji, udział w rynku i poziom rentowności, procesy fuzji i przejęć, o tyle siłami napędowymi migracji wartości w sektorze są także czynniki niezależne od przedsiębiorstwa, takie jak makroekonomiczne uwarunkowania prowadzenia działalności, sytuacja na światowych rynkach finansowych czy dostęp do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych [3, s.13].

### 3. Analiza migracji wartości rynkowej

Jak wskazano na wstępie, przedmiotem analizy są spółki zaliczane, zgodnie z systematyką WGPW, do sektora „Przemysł”, które notowane były przez cały okres 2011-2015. Badaniu poddano łącznie 113 spółek, które zostały podzielone na dwie grupy. Pierwszą z nich, liczącą 101 podmiotów, stanowiły spółki w całości sprywatyzowane (bez udziału Skarbu Państwa jako akcjonariusza). Druga grupa (12 podmiotów) obejmowała spółki, w których udziały miał Skarb Państwa, w niektórych ponadto większościowe pakiety akcji miały inne spółki z udziałem Skarbu Państwa (przykładowo Grupa Azoty miała 5,01% akcji spółki Police i 95,97% akcji spółki Puławy, ENEA 65,99% akcji spółki Bogdanka – stan na 30.04.2016). Przesłankę do wyodrębnienia obu kategorii spółek stanowił również fakt, że znacznie różniły się one wielkością. Łączna kapitalizacja giełdowa spółek z udziałem Skarbu Państwa kilkakrotnie przewyższała łączną wartość giełdową spółek w całości sprywatyzowanych (czterokrotnie w 2011 roku i prawie trzykrotnie w 2015 roku). Potraktowanie wszystkich spółek jako jednej zbiorowości zniekształciłoby wynik analizy.

W tabeli 1. przedstawiono kształtowanie się wartości rynkowej spółek przemysłowych w latach 2011-2015 (stany na koniec roku), z uwzględnieniem podziału na dwie grupy. Już pobieżna analiza informacji zawartych w tabeli 1. wskazuje istotne różnice między spółkami sprywatyzowanymi i spółkami z udziałem Skarbu Państwa.

Spółki sprywatyzowane prezentują się korzystniej na tle spółek z udziałem Skarbu Państwa; z wyjątkiem 2014 roku odnotowały dodatnie saldo migracji wartości rynkowej. Stosunkowo najlepiej pod względem migracji wartości przedstawiała się sytuacja w 2013 roku, kiedy relacja między napływem a odpływem wartości rynkowej wynosiła 8,6.

Jednak na przestrzeni całego okresu objętego badaniem (porównanie 2015 roku w stosunku do 2011 roku) spółki te prezentują się bardzo korzystnie: relacja między napływem a odpływem wartości wyniosła 3,5.

Dodatkowo należy podkreślić, że w 2015 roku w porównaniu do roku poprzedniego łączna kapitalizacja krajowych spółek giełdowych zmniejszyła się o 12,6%, tymczasem w odniesieniu do przemysłowych spółek zaobserwowano wzrost o 6,8%, w rezultacie udział tych ostatnich w kapitalizacji spółek krajowych zwiększył się z 7,6% do 9,3%.

Tabela 1

## Migracja wartości rynkowej w giełdowych spółkach przemysłowych w latach 2012-2015

Wyszczególnienie	Stan na 31.12.					Zmiana 2011 -2015	
	2011	2012	2013	2014	2015		
<b>Spółki sprywatyzowane</b>							
Wartość rynkowa w mld zł	34,5	39,2	48,8	45,1	48,2	13,7	
Zmiana w danym okresie (%)	x	13,8	24,4	-7,6	6,8	39,7	
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości rynkowej	x	67	73	29	58	50	
Napływ wartości	mln zł	x	7.892	10.833	3.418	6.007	19.245
Odpływ wartości		x	-3.138	-1.252	-7.127	-2.944	5.557
Saldo		x	4.754	9.581	-3.709	3.063	13.688
<b>Spółki z udziałem Skarbu Państwa</b>							
Wartość rynkowa w mld zł	137,3	167,0	142,0	137,8	129,9	-7,4	
Zmiana w danym okresie (%)	x	21,6	-15,0	-0,3	-5,8	-5,4	
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości rynkowej	x	9	3	6	6	5	
Napływ wartości	mln zł	x	36.440	4.321	9.343	21.219	19.012
Odpływ wartości		x	-6.710	-29.327	-13.580	-29.165	-26.471
Saldo		x	29.730	-25.006	-4.237	-7.946	-7.459

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Roczników Giełdowych 2012-2016 oraz Biuletynów Statystycznych GPW 2011-2015.

Tendencje zmian w poziomie odpływu i napływu wartości znajdują odzwierciedlenie w liczbie spółek, które odnotowały wzrost lub zmniejszenie wartości rynkowej. Najwięcej spółek sprywatyzowanych zwiększyło wartość w 2013 roku (73), a najwięcej zmniejszyło wartość w 2014 roku (72). W 2015 roku około połowa spółek miała wartość rynkową wyższą niż w 2011 roku. Na podkreślenie zasługują spółki, które corocznie, w całym okresie objętym analizą, wykazały się wzrostem wartości rynkowej; są to: CIECH, ELEKTROTIM, ERGNIS, FORTE, KĘTY, NOVITA, PAGED, PANI TERESA oraz WOJAS. Natomiast najwyższym, ponad 12-krotnym wzrostem wartości może poszczycić się spółka ELZAB. Dwie spółki (IZOLACJA JAROCIN oraz SANWIL) w latach 2011–2015 ani razu nie odnotowały wzrostu wartości rynkowej (podawanej według stanu na koniec roku).

Odmienne przedstawia się sytuacja w odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa, co z uwagi na ich znaczący udział w kapitalizacji giełdy ogółem (w 2011 roku 30,7%, w 2015 roku 25,1%) ma istotny wpływ na tendencje rozwoju całego rynku kapitałowego. Jedynie w 2012 roku spółki te osiągnęły dodatnie saldo migracji wartości. Relacja między napływem i odpływem wartości wyniosła wówczas 5,4. W kolejnych okresach saldo migracji było ujemne, szczególnie dotyczy to 2013 roku, gdy poziom odpływu wartości rynkowej prawie siedmiokrotnie przekraczał wartość jej napływu – ujemne saldo migracji wartości wyniosło 25 mld zł. Należy sądzić, że znaczną część kapitału inwestorzy przenieśli m.in. do przemysłowych spółek sprywatyzowanych, które w 2013 roku odnotowały wzrost wartości rynkowej o 25%.

Biorąc pod uwagę cały okres objęty analizą, największy odpływ kapitału dotyczył spółek PGE – 15,1 mld zł (w tym 11,7 mld zł w ostatnim roku), KGHM 9,4 mld zł (9,1 mld zł w ostatnim roku) oraz JSW 8,8 mld (załamanie nastąpiło w 2014 roku). Niewątpliwie jedną z głównych przyczyn tego stanu rzeczy była sytuacja w górnictwie węgla kamiennego. Wartość rynkowa JSW zmniejszyła się z 10,0 mld zł w 2011 roku do zaledwie 1,2 mld zł w 2015 roku. W BOGDANCE w tym samym okresie wartość rynkowa zmniejszyła się z 3,5 mld zł do 1,1 mld zł. Najwyższy wzrost wartości w 2015 roku w porównaniu do 2011 roku wystąpił w spółkach PKN ORLEN – 14,5 mld zł (9 mld w ostatnim roku), GRUPA AZOTY – 8,1 mld zł (istotną rolę odegrało w tym przypadku włączenie do GRUPY spółek POLICE i PUŁAWY) oraz PGNiG – 6,3 mld zł.

#### 4. Analiza migracji wartości dodanej

Przesłanką migracji wartości są zmiany w poziomie wartości rynkowej spółek, których konsekwencją są przepływy kapitału związane z transakcjami kupna - sprzedaży akcji. Ogół transakcji kupna - sprzedaży akcji danej spółki zawieranych na rynku giełdowym wyznacza jej cenę. Iloczyn ceny akcji przez liczbę wyemitowanych akcji określa aktualną wartość rynkową spółki. Aby możliwe było stwierdzenie, czy faktycznie kapitał wniesiony do spółki przez właścicieli i powiększony w toku prowadzenia przez nią działalności wykreował dodatkową wartość, należy skonfrontować go z wyceną rynkową spółki. Konfrontacji tej na ogół dokonuje się, jak już wskazano, na podstawie miernika P/BV. Ponieważ kapitał własny stanowi najbardziej stabilne źródło finansowania spółki, więc jego wycena rynkowa uznawana jest za jedno z kryteriów oceny pozycji spółki na rynku kapitałowym. Dla pozytywnej oceny procesu migracji wartości wskazane jest osiągnięcie przez spółkę wartości P/BV wyższej od 1 lub co najmniej równej 1. Ocena ta może być dokonana również na podstawie nadwyżki wartości rynkowej nad wartością księgową netto wyrażonej w jednostkach monetarnych.

Charakterystykę procesu migracji wartości dodanej w przemysłowych spółkach giełdowych, opierając się na relacji między wartością rynkową a wartością księgową przedstawiono w tabeli 2.

Porównując tendencje kształtowania się wartości rynkowej i wartości księgowej w przemysłowych spółkach sprywatyzowanych wyraźnie widać, że w skali całej zbiorowości spółek obserwujemy dodatnie skumulowane saldo migracji wartości. Dzieje się tak głównie za sprawą stosunkowo niewielkich zmian w poziomie wartości księgowej. Wartość księgowa w 2015 roku była tylko o 1,1% wyższa w porównaniu z 2011 roku. Ponieważ wartość rynkowa spółek wzrastała, więc poziom wskaźnika P/BV przez cały okres był wyższy od jedności i wykazywał tendencję rosnącą. Jednocześnie liczba spółek spełniających warunek

P/BV>1 była niższa w porównaniu z liczbą spółek wykazujących wzrost wartości księgowej. Analizując kształtowanie się nadwyżki P-BV można sądzić, że sytuacja ta była rezultatem rozpiętości między wartością rynkową a wartością księgową w spółkach relatywnie dużych i charakteryzujących się wysokim poziomem P/BV. Przykładowo w spółce Ciech w latach 2011-2015 wartość rynkowa wzrosła z 915 mln zł do 4532 mln zł, a wartość księgowa zmniejszyła się z 1323 mln zł do 1255 mln zł (średni poziom P/BV 1,96). W spółce Wawel wartość rynkowa wzrosła z 735 mln zł do 1783 mln zł, a wartość księgowa z 243 mln zł do 461 mln zł (średni poziom P/BV 4,11).

Tabela 2

## Migracja wartości dodanej w giełdowych spółkach przemysłowych w latach 2012-2014

Wyszczególnienie	Stan na 31.12.					Zmiana 2011- 2015
	2011	2012	2013	2014	2015	
<b>Spółki sprywatyzowane</b>						
Wartość rynkowa w mld zł	34,5	39,2	48,8	45,1	48,2	13,7
Wartość księgowa w mld zł	28,2	29,7	29,7	29,6	31,4	3,2
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości księgowej	x	65	63	55	64	67
Wskaźnik P/BV	1,22	1,32	1,65	1,52	1,57	x
Nadwyżka P-BV w mld zł	6,3	9,3	19,2	15,5	16,8	x
Liczba spółek z P/BV > 1	62	54	42	49	49	x
<b>Spółki z udziałem Skarbu Państwa</b>						
Wartość rynkowa w mld zł	137,3	167,0	142,0	137,8	129,9	-7,4
Wartość księgowa w mld zł	164,3	170,2	181,8	177,8	129,9	-34,4
Liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości księgowej	x	10	10	6	9	8
Wskaźnik P/BV	0,84	0,98	0,78	0,78	0,74	x
Nadwyżka P-BV w mld zł	-27,0	-3,1	-39,7	-40,0	-46,5	x
Liczba spółek z P/BV > 1	4	6	5	4	4	x
<b>Spółki krajowe ogółem</b>						
Wskaźnik P/BV	1,06	0,89	0,96	1,09	1,11	X
Odsetek spółek z P/BV > 1	52,8	43,0	49,6	44,6	49,4	X

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Roczników Giełdowych 2012-2016 oraz Biuletynów Statystycznych GPW 2011-2015.

Warto podkreślić fakt, że przemysłowe spółki sprywatyzowane charakteryzują się relatywnie wyższym poziomem wskaźnika P/BV w porównaniu z ogółem krajowych spółek giełdowych. Również odsetek spółek wykazujących poziom tego wskaźnika przekraczający 1 jest wyższy. Można zatem stwierdzić, że inwestorzy giełdowi pozytywnie oceniają efektywność lokowania kapitału w przemysłowych spółkach giełdowych.



Podobnie jak w przypadku analizy migracji wartości rynkowej zupełnie inny jest obraz migracji wartości dodanej w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Mimo że liczba spółek, które odnotowały wzrost wartości księgowej jest stosunkowo wysoka, to na przestrzeni lat 2011-2015 wartość księgowa zwiększyła się jedynie o 1,1%. Wskaźnik P/BV przez cały okres utrzymywał się na poziomie poniżej 1. Po przejściowej poprawie od 2013 roku obserwujemy jego gwałtowne obniżanie, co łączy się ze wzrostem ujemnego skumulowanego salda migracji. Cechą charakterystyczną zbiorowości spółek z udziałem Skarbu Państwa są duże dysproporcje w poziomie wskaźnika P/BV między spółkami energetycznymi i chemicznymi. Średnia wartość tego wskaźnika wynosiła w spółkach: PGE 0,78, TAURON 0,43, ENEA 0,57, natomiast w spółkach AZOTY 1,13, POLICE 1,42, PUŁAWY 1,18.

## 5. Podsumowanie

W literaturze ekonomicznej zjawisko migracji wartości na ogół kojarzone jest z przepływami kapitałowymi. To one w ostatecznym rachunku przekładają się na wartość rynkową przedsiębiorstw. Przyjmując założenie, że inwestorzy poszukują na rynku kapitałowym efektywnych możliwości alokacji kapitału, analiza migracji wartości pozwala oceniać potencjał dochodowy i możliwości rozwojowe spółek. W artykule wyróżniono migrację wartości rynkowej i migrację wartości dodanej.

Badanie przeprowadzone na podstawie zbiorowości spółek reprezentujących sektor przemysłowy wykazało zasadnicze różnice między spółkami sprywatyzowanymi i spółkami, w których udziały ma Skarb Państwa. Jednoznacznie wykazano, że spółki sprywatyzowane są lepiej oceniane przez inwestorów giełdowych i w większym stopniu kreują wartość dla właścicieli, nie tylko w porównaniu ze spółkami z udziałem Skarbu Państwa, ale również na tle ogółu spółek giełdowych. Interpretując wyniki analizy należy mieć na uwadze, że różnice te w dużym stopniu uwarunkowane są specyfiką branżową. Spółki z udziałem Skarbu Państwa reprezentują bowiem kapitałochłonne sektory gospodarki i ich relatywnie niska wycena rynkowa jest zjawiskiem normalnym. Nie zmienia to faktu, że o wartości przedsiębiorstwa decydują głównie takie czynniki jak rentowność, jakość zarządzania, poziom zadłużenia, ocena jego możliwości rozwojowych. Zarówno wartość rynkowa, jak i wartość dodana odzwierciedlają ich łączne oddziaływanie.

## Bibliografia

1. Brabazon T.: Value Migration. Where is the Value in Your Industry Going, „Accountancy Ireland”, Vol. 31, No. 3, June 1999.
2. Herman A., Szablewski A.: Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa, [w:] Herman A., Szablewski A. (red.): Zarządzanie wartością firmy. Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999.
3. Marcinkowska M.: Kształtowanie wartości firmy. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
4. Michalski M.: Zarządzanie przez wartość. WIG Press, Warszawa 2001.
5. Ostrowska E.: Rynek kapitałowy. PWE, Warszawa 2007.
6. Siudak D.: Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstwa na polskim rynku kapitałowym. C.H. Beck, Warszawa 2013.
7. Siudak M.: Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
8. Slywotzky A.J.: Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts 1966.

## Abstract

The paper shows the results of stock – exchange industrial companies’ value migration’s process analysis. Market value migration and value added migration have been highlighted. It has allowed answering the question: Are industrial companies are evaluated positively by investors and are they creating value for their owners. The analysis covers 2011-2015 years for 113 companies. The results show that private entities are in better condition than state treasury’s companies and whole stock – exchange companies.