# ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA

**Cezary Kochalski, Małgorzata Tomaszewska**
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

# TWORZENIE WARTOŚCI W SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

## Wstęp

Argumentacja za przyjmowaniem wartości, a nie zysku, jako kryterium oceny wyników działalności przebija się do „świadomości" przedsiębiorstw od początku lat 80. XX w. Można przyjąć, że znalazła ona większe uznanie wśród przedsiębiorstw amerykańskich i brytyjskich aniżeli w Europie, w tym w Wielkopolsce. Skupiając się na spółkach giełdowych z Wielkopolski, kojarzonej jest ze swoistym konserwatyzmem, ale i dobrymi wynikami gospodarczymi, za zasadne uznano podjęcie wysiłku badawczego zmierzającego do ustalenia, jak wypadły one w kontekście tworzenia wartości w badanym okresie.

Celem opracowania jest rozpoznanie sytuacji w zakresie tworzenia wartości w spółkach giełdowych z Wielkopolski na podstawie analizy kształtowania się ekonomicznej wartości dodanej w rozpatrywanych spółkach w latach 2006-2008.

## 1. Uzasadnienie podjęcia tematu

W „świecie finansów" maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jest uznawana dość powszechnie za cel przedsiębiorstwa. Posługiwanie się zwrotem maksymalizacja wartości może jednak nastręczać problemy, wynikające przede wszystkim z braku jednoznacznego zdefiniowania pojęcia wartość. Można nawet dodać, że wartość stała się niekiedy „parasolem", aby nie powiedzieć sloganem, pod którym można kryć wiele kwestii i rozważań.

„Parasol wartości" został rozłożony przez tzw. kapitalizm finansowy, który rozwija się dynamicznie od wielu lat (zwłaszcza na gruncie anglosaskim). Inna kultura kapitalizmu w Europie kontynentalnej sprawia, że wartość jako cel przedsiębiorstwa nie zdobyła aż takiej popularności jak w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Chociaż nie jest to przedmiotem rozważań w opracowaniu, to można zaryzy-

kować stwierdzenie, że w związku z kryzysem finansowym zaufanie do zarządzania wartością przedsiębiorstwa (ang. *value based management*) generalnie może ulec nawet osłabieniu (Froud, Johal, Leaver i Williams 2006, s. 36).

W zarządzaniu wartością można wyraźnie dostrzec przełożenie akcentu ze sfery operacyjnej do sfery finansowej. Przedsiębiorstwa coraz częściej zaczęły się koncentrować na zagadnieniach związanych z kształtowaniem struktury i kosztu kapitału, w tym na kwestii ryzyka. Wszystko po to, aby tworzyć jak największą wartość przedsiębiorstwa. W ujęciu księgowym oznacza to zajmowanie się przede wszystkim pasywami, czyli elementami, które w sensie materialnym przecież nie istnieją.

Nie aspirując do rozstrzygnięcia zasadności uznawania wartości jako celu przedsiębiorstwa oraz użyteczności samej koncepcji *value based management*, w opracowaniu uznano za ważne poznanie sytuacji dotyczącej tworzenia wartości w spółkach giełdowych z Wielkopolski, a w szczególności kwestii, czy i w jaki sposób jest tworzona w nich wartość. Analiza sytuacji w zakresie tworzenia wartości w spółkach giełdowych z Wielkopolski jest o tyle interesująca, że Wielkopolanie są znani ze swojego własnego, utrwalonego stylu przedsiębiorczego działania, który niesie wartość przez solidną i rzetelną pracę, zwłaszcza w sferze operacyjnej. Czy w związku z powyższym spółki giełdowe z Wielkopolski uległy także „pokusie" koncentrowania się na tworzeniu wartości w coraz większym stopniu w sferze finansowej, jak to zwykle bywa w zarządzaniu wartością?

Przy ocenie sytuacji w zakresie tworzenia wartości w rozpatrywanych spółkach wykorzystano jedną z najbardziej popularnych miar kreacji wartości (aczkolwiek nie bez wad), jaką jest ekonomiczna wartość dodana (ang. *economic value added*). Argumentem przemawiającym za wykorzystaniem ekonomicznej wartości dodanej w analizie tworzenia wartości w rozpatrywanych spółkach giełdowych z Wielkopolski jest dość silna korelacja między EVA a kształtowaniem się cen akcji wielkopolskich spółek giełdowych, co przedstawiono w tabeli 1.

**Tabela 1. Korelacja pomiędzy EVA a cenami akcji spółek giełdowych z Wielkopolski w latach 2006-2008**

| Wyszczególnienie | Wskaźnik korelacji |
|---|---|
| AMICA Wronki S.A. | 0,311 |
| Atrem S.A.* | - |
| Decora S.A. | 0,940 |
| Doradztwo Gospodarcze DGA S.A. | 0,980 |
| Enea S.A.* | - |
| Eurocash S.A. | 0,651 |
| Inter Groclin Auto S.A. | 0,992 |

| Wyszczególnienie | Wskaźnik korelacji |
|---|---|
| Hydrobudowa Polska S.A.* | - |
| Inwest Consulting S.A. | 0,976 |
| IZOLACJA-JAROCIN S.A.* | - |
| Jutrzenka Holding S.A. | 0,928 |
| Komputronik S.A.* | - |
| Lena Lighting S.A. | 0,971 |
| One-2-One S.A. | 0,921 |
| PBG S.A. | 0,840 |
| PC Guard S.A. | 0,340 |
| Pozbud T&R S.A. | - |
| Swarzędz Meble S.A. | 0,945 |
| Talex S.A. | 0,975 |
| Tell S.A. | 0,973 |
| Pani Teresa Medica S.A.* | - |
| Zakłady Przemysłu Jedwabniczego WISTIL S.A. | 0,883 |

* Nie włączono spółki do analizy ze względu na brak możliwości obliczenia EVA oraz ustalenia cen akcji w całym badanym okresie.
Źródło: opracowano na podstawie danych zawartych w skonsolidowanych rocznych sprawozdaniach finansowych oraz notowań akcji rozpatrywanych spółek w badanym okresie.

Na podstawie danych zawartych w tabeli 1 można stwierdzić, że występuje silna dodatnia korelacja między EVA a cenami akcji spółek z Wielkopolski notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2006-2008.

## 2. Stan wiedzy o problemie

Koncepcja *value based management* (VBM) została obszernie opisana w literaturze przedmiotu. Copeland, Koller i Murrin (1997, s. 89) przedstawiają VBM jako proces „integracyjny, zaprojektowany tak, aby umożliwić koncentrację na kluczowych czynnikach kształtujących wartość przedsiębiorstwa". W procesie zarządzania wartością występuje oddziaływanie na wszystkie istotne podsystemy wykonawcze przedsiębiorstwa oraz dokonywane są zmiany w kierunku lepszego wykorzystania zasobów pod kątem osiągnięcia celu zasadniczego przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja jego warności (Borowiecki, Jaki i Kaczmarek, s. 41).

Zasadniczą kwestię w procesie zarządzania przedsiębiorstwem stanowi wyznaczenie celu oraz drogi zmierzającej do jego realizacji. W literaturze przedmiotu spotkać można wiele poglądów oraz teorii na temat realizacji celów. Zależą one od wielkości organizacji, formy organizacyjno-prawnej przedsiębiorstwa oraz warunków gospodarczych, w jakich przyszło przedsiębiorstwu funkcjonować (Gruszecki s. 2002). Należy w tym miejscu podkreślić, że w ujęciu tradycyjnym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku, a stopień jego osiągnięcia jest mierzony tradycyjnymi miarami księgowymi, jak zysk netto bądź zysk operacyjny, które nie pozwalają na pełne rozpoznanie sytuacji w zakresie kreowania wartości w przedsiębiorstwie. Zysk księgowy, jako miara oceny wyników działalności przedsiębiorstwa zmierzającego do maksymalizacji wartości, jest obarczony licznymi mankamentami do których należą:

- możliwość wykorzystania różnych metod rachunkowości, na podstawie których obliczana jest wartość zysku księgowego,
- pomijanie konieczności inwestowania,
- ignorowanie wartości pieniądza w czasie,
- nieuwzględnianie całego kosztu zaangażowanego kapitału (jedynie koszty związane z zadłużeniem),
- nieuwzględnianie ryzyka.

Odnosząc się do pomiaru wyników działalności spółek giełdowych z Wielkopolski, trzeba wyraźnie podkreślić, że ocena jest dokonywana najczęściej przez pryzmat zysku księgowego. O ile można wskazać opracowania, w których spółki giełdowe z Wielkopolski są oceniane na podstawie kształtowania się zysku netto i brutto[1], o tyle trudno znaleźć opracowania wykorzystujące mierniki kreacji wartości.

## 3. Metodologia badań

Pomiaru kreacji wartości, w rozpatrywanych spółkach dokonano przy wykorzystaniu ekonomicznej wartości dodanej wyznaczonej za pomocą wzoru:

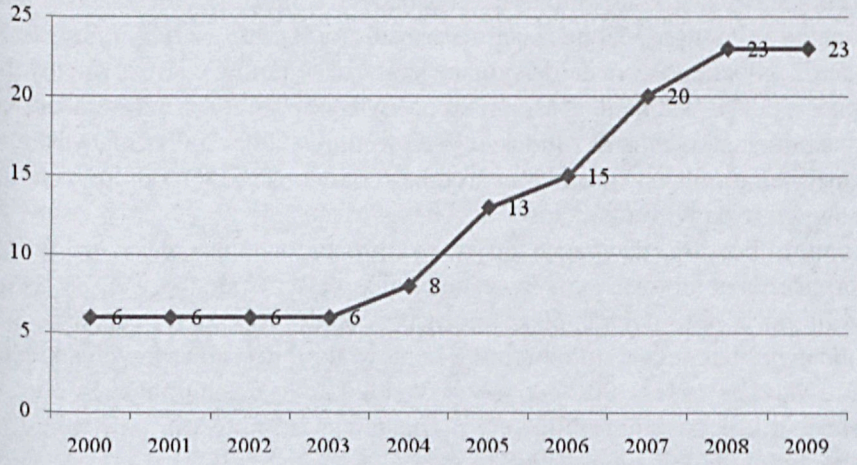
$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \tag{1}$$

gdzie:

*NOPAT* – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu (ang. net operating profit after taxes),
*WACC* – średni ważony koszt kapitału (ang. weighted average cost of capital),
*C* – kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie na początek okresu.

[1] Przykładem takiego opracowania może być np. Lista 500 największych przedsiębiorstw w Polsce zamieszczona w „Polityce", (http://www.lista500.polityka.pl/rankings/show/region:15.

Okres badawczy ustalono na lata 2006-2008. Zadecydował o tym wynik analizy liczebności spółek giełdowych z Wielkopolski w poszczególnych latach. Kształtowanie liczby spółek z Wielkopolski notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2000-2009 przedstawia rysunek 1. Wynika z niego, że ewentualne rozszerzenie okresu badawczego o kolejne lata ograniczyłoby liczbę spółek objętych analizą. W rezultacie badaniem objęto 15 spółek giełdowych z Wielkopolski.




**Rysunek 1. Liczba spółek z Wielkopolski notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2000-2009 (stan na koniec roku)**
Źródło: opracowano na podstawie danych teleadresowych rozpatrywanych spółek.

Przedmiotem badań objęto spółki z województwa wielkopolskiego notowane na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (z analizy wyłączono BBI Zeneris Narodowy Fundusz Inwestycyjny S.A.).

Danymi źródłowymi do obliczeń były skonsolidowane sprawozdania finansowe rozpatrywanych spółek[2]. W celu wyznaczenia rynkowej stopy zwrotu i wskaźnika beta wykorzystano kursy akcji oraz wartości indeksu WIG dostępne na stronie www.bossa.pl.

Ze względu na ograniczony dostęp do pełnych i szczegółowych danych z badanych spółek, przy analizie zastosowano tylko niektóre z zalecanych korekt. Przy obliczaniu ekonomicznej wartości dodanej wprowadzono korekty księgowe odnoszące się do zysku operacyjnego po opodatkowaniu oraz kapitału zainwestowanego, w szczególności w odniesieniu do rezerw na odroczony podatek dochodowy, rezerw LIFO, innych rezerw, wartości firmy, nakładów na prace badawczo-rozwojowe.

W celu wyznaczenia kosztu kapitału własnego posłużono się modelem CAPM (Hamrol 2005, s. 226), według którego koszt kapitału własnego można wyznaczyć za pomocą formuły:

[2] W wypadku spółki Talex S.A. dane finansowe pochodzą z jednostkowego sprawozdania finansowego (spółka od 2004 r. nie publikuje skonsolidowanych sprawozdań finansowych).

$$k_{kw} = r_0 + \beta \cdot (r_r - r_0), \tag{2}$$

gdzie:

$r_0$ – stopa zwrotu z papierów wartościowych pozbawianych ryzyka,
$\beta$ – współczynnik beta dla przedsiębiorstwa,
$(r_r - r_0)$ – premia za ryzyko rynkowe.

Na podstawie zarówno kursów akcji badanych spółek giełdowych, jak i indeksu rynkowego WIG wyznaczone zostały wartości stopy zwrotu z rynku. Stopa zwrotu z rynku dla badanego okresu obliczona została jako średnia wartość rocznych stóp zwrotu z indeksu WIG, gdzie roczna stopa zwrotu wyznaczona została na podstawie dziennych stóp zwrotu z indeksu WIG za okres 2003-2008 (5 lat). Natomiast za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnią rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych w danym roku.

Kapitał obcy został wyznaczony jako oprocentowanie kredytów i pożyczek danego przedsiębiorstwa, skorygowane o efekty tarczy podatkowej. Ryzyko rynkowe dla poszczególnych spółek, mierzone współczynnikiem beta, wyznaczono na podstawie dziennych stóp zwrotu z kursów akcji rozpatrywanych spółek oraz indeksu WIG za okres 2006-2008. W wypadku spółek debiutujących po 2005 r. współczynnik beta został obliczony na postawie ich notowań od debiutu aż do ostatniego dnia notowania w 2008 r.

W analizie kształtowania się *EVA* dla spółek objętych badaniem posłużono się wskaźnikiem standaryzowanej *EVA*, który opisano za pomocą relacji:

$$Standaryzowana\ EVA = EVA / C \cdot 100, \tag{3}$$

W analizie przyczynowej kształtowania się *EVA* w rozpatrywanych spółkach giełdowych posłużono się jedną z metod deterministycznych analizy finansowej, jaką jest metoda kolejnych podstawień (Walczak 2007, s. 175).

## 4. Analiza tworzenia wartości w spółkach giełdowych z Wielkopolski

W tabeli 2 przedstawiono spółki giełdowe z Wielkopolski pod względem tworzenia ekonomicznej wartości dodanej w latach 2006-2008. Na podstawie danych zawartych w tabeli 2 można stwierdzić, że w 2006 r. 9 spośród 15 rozpatrywanych spółek tworzyło ekonomiczną wartość dodaną, a tym samym zwiększało bogactwo właścicieli. Największą ekonomiczną wartość dodaną w ujęciu bezwzględnym wykreowała spółka PBG S.A. (*EVA* na poziomie 41 189 tys. zł), na drugim miejscu znalazł się Eurocash S.A. (*EVA* na poziomie 39 002 tys. zł), a na trzecim – Decora S.A. (*EVA* na poziomie 15 977 tys. zł). W pierwszej dziesiątce

znajdują się spółki z sektora budownictwa, handlu detalicznego, przemysłu materiałów budowlanych, przemysłu spożywczego, przemysłu elektromaszynowego, informatyki oraz innych usług.

W 2007 r. spośród 18 spółek z Wielkopolski obecnych wówczas na warszawskim parkiecie 12 przedsiębiorstw kreowało ekonomiczną wartość dodaną. Można odnotować zbliżone statystyki w odniesieniu do roku poprzedniego. W „pierwszej trójce" w 2007 r. w rankingu obok PBG S.A. (*EVA* na poziomie 129 561 tys. zł) i Jutrzenka Holding S.A. (*EVA* na poziomie 102 192 tys. zł) znalazł się również Eurocash S.A. (*EVA* na poziomie 35 144 tys. zł). W pierwszej dziesiątce znajdują się spółki z sektora budownictwa, przemysłu spożywczego, handlu detalicznego, przemysłu materiałów budowlanych, przemysłu farmaceutycznego, przemysłu elektromaszynowego, informatyki oraz innych usług.

W 2008 r. jedynie 7 spośród 22 spółek objętych analizą generowało ekonomiczną wartość dodaną. Przyczyn takiego stanu rzeczy można doszukiwać się w kryzysie finansowym, który w sposób pośredni przełożył się na gorsze wyniki przedsiębiorstw objętych badaniem. W czołówce spółek wytwarzających największą wartość dodaną nie zaszły istotne zmiany. Liderem budowania ekonomicznej wartości dodanej nadal pozostaje PBG S.A. (*EVA* na poziomie 135 955 tys. zł), które zwiększyło *EVA* o ponad 49% w porównaniu z 2007 r. W pierwszej trójce znalazły się również Eurocash S.A. (*EVA* na poziomie 101 470 tys. zł) i Atrem S.A. (*EVA* na poziomie 7 314 tys. zł). Na czwartym miejscu uplasowała się spółka Pozbud T&R S.A. (*EVA* na poziomie 3 402 tys. zł), na piątym spółka Tell S.A. (*EVA* na poziomie 3 306 tys. zł), na szóstym miejscu spółka Pani Teresa Medica S.A. (*EVA* na poziomie 2 173 tys. zł), a na siódmym spółka Talex S.A. (*EVA* na poziomie 819 tys. zł). W badanym roku dodatnią wartość miernika *EVA* odnotowały spółki z sektora budownictwa, handlu detalicznego, przemysłu farmaceutycznego, przemysłu materiałów budowlanych, informatyki oraz innych usług. W badanym okresie permanentnie ujemne wartości *EVA* wykazują takie spółki, jak: Swarzędz Meble S.A., Inter Groclin Auto S.A., Zakłady Przemysłu Jedwabniczego WISTIL S.A. oraz AMICA Wronki S.A.

Ekonomiczną wartość dodaną należy porównywać nie tylko w czasie, ale również w odniesieniu do innych wielkości ekonomicznych. Innymi słowy, należy posługiwać się wskaźnikami bazującymi na ekonomicznej wartości dodanej. Pamiętając, że wartość *EVA* bezpośrednio zależy od skali działalności spółki, za w pełni uzasadnione należy przyjąć posłużenie się wskaźnikiem standaryzowanej *EVA*, który umożliwi porównywanie spółek o różnej wartości zainwestowanego kapitału (Hamrol 2005, s. 233). Zestawienie ekonomicznej wartości dodanej z kapitałem zainwestowanym pozwala określić, o ile procent kapitał zainwestowany został pomnożony bądź uszczuplony w badanym okresie (Maćkowiak 2009, s. 139). Ponieważ wskaźnik ten w bezpośredni sposób zależy od ekonomicznej wartości dodanej, w 2008 r. większość rozpatrywanych spółek przyjmuje ujemne wartości

**Tabela 2. Spółki giełdowe z Wielkopolski pod względem tworzenia ekonomicznej wartości dodanej w latach 2006-2008 (w tys. PLN)**

| Miejsce w 2008 r. | Miejsce w 2007 r. | Miejsce w 2006 r. | Nazwa spółki | Sektor | EVA 2008 | EVA 2007 | EVA 2006 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1 | 1 | PBG S.A. | budownictwo | 135 955 | 129 561 | 41 189 |
| 2 | 3 | 2 | Eurocash S.A. | handel detaliczny | 101 470 | 35 144 | 39 002 |
| 3 | - | - | Atrem S.A. | usługi inne | 7 314 | - | - |
| 4 | - | - | Pozbud T&R S.A. | przemysł materiałów budowlanych | 3 402 | - | - |
| 5 | 6 | 6 | Tell S.A. | handel detaliczny | 3 306 | 6 070 | 2 829 |
| 6 | 7 | - | Pani Teresa Medica S.A. | przemysł farmaceutyczny | 2 173 | 3 198 | - |
| 7 | 10 | 10 | Talex S.A. | informatyka | 819 | 862 | –2 977 |
| 8 | 5 | - | Komputronik S.A. | handel detaliczny | –476 | 9 181 | - |
| 9 | 12 | - | IZOLACJA-JAROCIN S.A. | przemysł materiałów budowlanych | –2 298 | 226 | - |
| 10 | 13 | 8 | One-2-One S.A. | informatyka | –2 462 | -809 | 1 052 |
| 11 | 14 | 9 | PC Guard S.A. | informatyka | –2 727 | –1 285 | 244 |
| 12 | 8 | - | Inwest Consulting S.A. | usługi inne | –7 509 | 2 441 | - |
| 13 | 11 | 7 | Doradztwo Gospodarcze DGA S.A. | usługi inne | –7 788 | 1 871 | 1 911 |
| 14 | 9 | 5 | Lena Lighting S.A. | przemysł elektromaszynowy | –15 538 | 2 078 | 8 247 |
| 15 | 4 | 3 | Decora S.A. | przemysł materiałów budowlanych | –15 928 | 14 259 | 15 977 |
| 16 | 15 | 14 | AMICA Wronki S.A. | przemysł elektromaszynowy | –27 928 | –11 166 | –39 935 |
| 17 | - | - | Hydrobudowa Polska S.A. | budownictwo | –32 233 | - | - |
| 18 | 2 | 4 | Jutrzenka Holding S.A. | przemysł spożywczy | –48 897 | 102 192 | 10 286 |
| 19 | 18 | 13 | Zakłady Przemysłu Jedwabniczego WISTIL S.A. | przemysł lekki | –57 257 | –39 823 | –34 002 |
| 20 | 16 | 11 | Inter Groclin Auto S.A. | przemysł motoryzacyjny | –60 714 | –20 021 | –7 104 |
| 21 | 17 | 12 | Swarzędz Meble S.A. | przemysł drzewny | –70 278 | –30 353 | –19 262 |
| 22 | - | - | Enea S.A. | energetyka | –515 690 | - | - |

Źródło: opracowano na podstawie skonsolidowanych rocznych sprawozdań finansowych oraz notowań akcji rozpatrywanych spółek w badanym okresie.

standaryzowanej *EVA*. Sytuacja taka oznacza, że w ostatnim roku badanego okresu nastąpiło uszczuplenie kapitału zainwestowanego w tych przedsiębiorstwach. Dane o kształtowaniu się standaryzowanej *EVA* dla spółek giełdowych z Wielkopolski w latach 2006-2008 przedstawiono w tabeli 3.

**Tabela 3. Standaryzowana EVA spółek giełdowych z Wielkopolski notowanych na GPW w latach 2006-2008 (w %)**

| Wyszczególnienie | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|
| AMICA Wronki S.A. | –6,51 | –1,91 | –4,56 |
| Atrem S.A. | - | - | 47,12 |
| Decora S.A. | 17,64 | 10,41 | –7,41 |
| Doradztwo Gospodarcze DGA S.A. | 8,72 | 8,1 | –32,74 |
| Enea S.A. | - | - | –7,00 |
| Eurocash S.A. | 20,79 | 11,92 | 31,74 |
| Hydrobudowa Polska S.A. | - | - | –7,17 |
| Inter Groclin Auto S.A. | –2,23 | –5,69 | –16,33 |
| Inwest Consulting S.A. | - | 59,43 | –14,16 |
| IZOLACJA-JAROCIN S.A. | - | 2,55 | –22,20 |
| Jutrzenka Holding S.A. | 4,94 | 43,40 | –11,57 |
| Komputronik S.A. | - | 38,91 | –0,52 |
| Lena Lighting S.A. | 15,17 | 2,92 | –14,68 |
| One-2-One S.A. | 78,28 | –5,64 | –11,50 |
| Pani Teresa Medica S.A. | 58,94 | 52,49 | 15,49 |
| PBG S.A. | 10,16 | 19,46 | 10,81 |
| PC Guard S.A. | 4,73 | –24,65 | –16,82 |
| Pozbud T&R S.A. | - | - | 18,78 |
| Swarzędz Meble S.A. | –37,00 | –52,01 | –79,00 |
| Talex S.A. | –7,06 | 2,05 | 1,76 |
| Tell S.A. | 9,36 | 18,45 | 6,68 |
| Zakłady Przemysłu Jedwabniczego WISTIL S.A. | –6,39 | –7,97 | –12,26 |

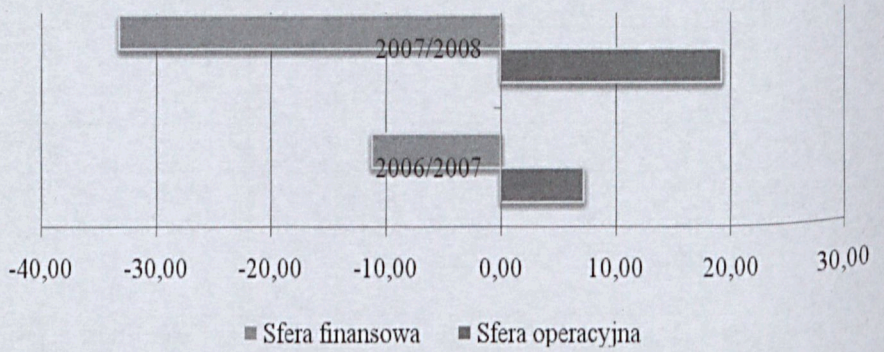
Źródło: opracowano na podstawie skonsolidowanych rocznych sprawozdań finansowych oraz notowań akcji rozpatrywanych spółek w badanym okresie.

Dane zawarte w tabeli 3 wskazują, że w 2006 r. w największym stopniu zainwestowany kapitał pomnażała spółka One-2-One S.A. Wskaźnik *EVA/C* dla tej spółki kształtował się na poziomie 78,28%. Natomiast w 2007 r. pozycję lidera pod względem wskaźnika standaryzowanej *EVA* zajęła spółka Inwest Consulting S.A., ze wskaźnikiem *EVA/C* kształtującym się na poziomie 59,43%. W 2008 r. w największym stopniu zainwestowany kapitał pomnażała spółka Altrem S.A. Wskaźnik *EVA/C* dla spółki Altrem S.A. kształtował się na poziomie 47,12%. Z danych zawartych w tabeli 3 wynika jednocześnie, że spółki jak Swarzędz Meble S.A. oraz Zakłady Przemysłu Jedwabniczego WISTIL S.A. permanentnie wykazują wartości ujemne standaryzowanego wskaźnika *EVA* w badanym okresie.

W tabeli 4 przedstawiono odchylenia cząstkowe czynników determinujących ekonomiczną wartość dodaną w rozpatrywanych spółkach w latach 2006-2008.

Na podstawie danych tabeli 4 można stwierdzić, że czynnikiem najbardziej przyczyniającym się do kreacji wartości w rozpatrywanych spółkach w badanym okresie była zmiana zysku operacyjnego po korektach (EBIT). Na zmniejszenie ekonomicznej wartości dodanej w rozpatrywanych spółkach w badanym okresie wpływ miały głównie zmiany kapitału zainwestowanego po korektach oraz (chociaż w mniejszym stopniu) zmiany średnioważonego kosztu kapitału i efektywnej stopy podatkowej.

Wpływ zmian zachodzących w sferze operacyjnej i finansowej na kreację wartości w spółkach z Wielkopolski notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w badanym okresie przedstawiono na rysunku 2, z którego można odczytać, że w rozpatrywanych spółkach sfera operacyjna pozytywnie wpływała na kreowanie wartości, przy czym wpływ był mocniejszy w 2008 r. niż roku poprzednim. Na taki stan rzeczy istotny wpływ miały spółki PBG S.A. oraz Talex S.A. Gdyby z analizy wyeliminować dane tych spółek, to wystąpiłby ujemny wpływ zmiany czynników sfery operacyjnej na kreowanie wartości w latach 2007-2008. Zatem stanowiłoby to potwierdzenie dokonanych wcześniej spostrzeżeń odnośnie do gorszej sytuacji spółek giełdowych z Wielkopolski w 2008 r. z perspektywy tworzenia wartości.




**Rysunek 2. Wpływ zmian sfery finansowej i operacyjnej na tworzenie wartości w rozpatrywanych spółkach giełdowych w latach 2006-2008**

Źródło: opracowano na podstawie skonsolidowanych rocznych sprawozdań finansowych oraz notowań akcji rozpatrywanych spółek w badanym okresie.

***Tabela 4. Odchylenia cząstkowe czynników determinujących ekonomiczną wartość dodaną w rozpatrywanych spółkach giełdowych z Wielkopolski notowanych na GPW w latach 2006-2008***

| Wyszczególnienie | | 2006/2007 | | | | 2007/2008 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | EBIT | T | WACC | C | EBIT | T | WACC | C |
| AMICA Wronki S.A. | przemysł elektromaszynowy | 1,16 | –0,21 | –0,02 | 0,07 | –0,56 | 0,62 | –0,90 | –0,17 |
| Decora S.A. | przemysł materiałów budowlanych | 0,76 | –0,11 | 0,27 | –1,92 | 0,16 | –1,12 | 0,09 | –0,13 |
| Doradztwo Gospodarcze DGA S.A. | usługi inne | 2,79 | 0,00 | –1,60 | –2,19 | –0,98 | 0,00 | –0,01 | –0,01 |
| Eurocash S.A. | handel detaliczny | 2,43 | –0,06 | –0,79 | –2,57 | 1,06 | 0,02 | –0,04 | –0,04 |
| Inter Groclin Auto S.A. | przemysł motoryzacyjny | –0,69 | –0,31 | 0,16 | –0,16 | –0,24 | –0,56 | –0,16 | –0,04 |
| Inwest Consulting S.A. | usługi inne | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | –0,47 | –0,03 | 0,00 | –0,50 |
| IZOLACJA-JAROCIN S.A. | przemysł materiałów budowlanych | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | –0,81 | –0,06 | –0,06 | –0,07 |
| Jutrzenka Holding S.A. | przemysł spożywczy | 0,74 | 0,30 | –0,02 | –0,02 | –0,88 | 0,00 | –0,01 | –0,11 |
| Komputronik S.A. | handel detaliczny | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | –0,14 | –0,24 | –0,02 | –0,60 |
| Lena Lighting S.A. | przemysł elektromaszynowy | –0,27 | –0,22 | –0,39 | –0,12 | 0,01 | –1,09 | 0,15 | –0,07 |
| One-2-One S.A. | informatyka | –0,19 | 0,01 | –0,08 | –0,74 | –0,54 | 0,00 | 0,03 | –0,48 |
| Pani Teresa Medica S.A. | przemysł farmaceutyczny | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | –0,33 | 0,06 | –0,05 | –0,67 |
| PBG S.A. | budownictwo | 1,21 | 0,08 | –0,06 | –0,23 | 7,87 | 2,75 | –1,26 | –8,36 |
| PC Guard S.A. | informatyka | –0,93 | –0,07 | 0,01 | 0,00 | –0,05 | 0,00 | 0,04 | –0,99 |
| Swarzędz Meble S.A. | przemysł drzewny | –0,72 | 0,00 | –0,14 | –0,14 | –1,07 | 0,00 | 0,17 | –0,10 |
| Talex S.A. | informatyka | 0,61 | 0,41 | –0,02 | 0,00 | 20,30 | –3,20 | –9,37 | –8,73 |
| Tell S.A. | handel detaliczny | 1,10 | 0,06 | –0,10 | –0,06 | –0,53 | 0,08 | –0,07 | –0,48 |
| Zakłady Przemysłu Jedwabniczego WISTIL S.A. | przemysł lekki | –0,67 | 0,00 | –0,67 | 0,33 | –0,84 | 0,00 | –0,29 | 0,13 |
| Razem | | 7,35 | –0,13 | –3,46 | –7,76 | 21,95 | –2,77 | –11,77 | –21,42 |

Źródło: opracowano na podstawie skonsolidowanych rocznych sprawozdań finansowych oraz notowań akcji rozpatrywanych spółek

## Zakończenie

Wyniki przeprowadzonej analizy pozwoliły stwierdzić, iż w 2008 r. zdecydowana większość spółek giełdowych z Wielkopolski objętych badaniem nie kreowała wartości, co stanowi pogorszenie sytuacji w porównaniu z latami wcześniejszymi. Przyczyny takiego stanu rzeczy tkwią, z jednej strony, w sytuacji makroekonomicznej (spowolnienie gospodarcze w kraju), ale również w czynnikach tkwiących wewnątrz samych rozpatrywanych przedsiębiorstw. Dekompozycja *EVA* pozwoliła stwierdzić, iż negatywny wpływ na tworzenie wartości w rozpatrywanych spółkach miała przede wszystkim sfera finansowa. Spółki giełdowe z województwa wielkopolskiego charakteryzują się raczej zachowawczym podejściem do biznesu. Rozpatrywane spółki wykazywały wysoki udział kapitału własnego w strukturze kapitałów w badanym okresie, co, z jednej strony, skutkowało utrzymywaniem stabilności finansowej podmiotów, z drugiej zaś – nierealizowaniem korzyści związanych na przykład z tarczą podatkową. Konserwatywne podejście do zarządzania rozpatrywanymi spółkami podkreśla kształtowanie się współczynnika beta. W latach 2006-2008 średnia wartość tego współczynnika dla spółek z Wielkopolski kształtowała się na poziomie 0,66. Oznacza to, że większość spółek z województwa wielkopolskiego to „spółki defensywne". Rozpatrywane przedsiębiorstwa w większości charakteryzowały się też konserwatywną strategią w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym netto[3].

## Bibliografia

Borowiecki R., Jak A., Kaczmarek J. (1998), *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstwa i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.

Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), przeł. A. Kalinauskas, T. Wiazowski, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm,* Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa.

Froud J., Johal S., Leaver A., Williams K. (2006), *Financialization and Strategy*, Routledge, London.

Gruszecki T. (2002), *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Hamrol M. red., (2005), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa – ujęcie sytuacyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.

Lista 500 Największe polskie przedsiębiorstwa 2008, (2010), Polityka http://www.lista500.polityka.pl, data dostępu 08.02.2010 r.

Maćkowiak E. (2009), *Ekonomiczna wartość dodana*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

[3] Ze względu na ograniczone ramy opracowania nie zamieszczono obliczeń.

Walczak M. red., (2007), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem,* Wydawnictwo DIFIN, Warszawa.

## THE VALUE CREATION IN LISTED COMPANIES

### Summary

The aim of the paper is to identify the situation of value creation in listed companies from Wielkopolskie Province, Poland. The value creation analysis relies on the economic value added (EVA) over 2006-2008. It has been noted that in the majority of companies from Wielkopolska (15 out of 22) value was not created in 2008. It is a significant deterioration comparing with the previous years. The decomposition of EVA suggests that mainly financial sphere had a negative impact on value creation in the companies concerned over the period.