



Wartość przedsiębiorstwa: wymiar ekonomiczny oraz instytucjonalny

Enterprise Value: Economic and Institutional Dimensions

Magdalena Lesiak*

Abstrakt

Artykuł ma charakter przeglądowy, a jego celem jest przede wszystkim przedstawienie aktualnej wiedzy na temat wartości księgowej i rynkowej przedsiębiorstw. Wartość przedsiębiorstwa i kryteria jej powiększania są ważną kwestią w wielu dyscyplinach naukowych. W związku z tym w opracowaniu zdecydowano się podjąć próbę wyjaśnienia przeciwstawności znaczeń wartości księgowej oraz wartości rynkowej ze względu na ich niepodważalny wpływ na kształtowanie polityki kierowania spółką. W kontekście zarządzania wartością odniesiono się w rozważaniach zarówno do wymiaru ekonomicznego, jak i do wymiaru instytucjonalnego, właścicielskiego przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: wartość księgowa, wartość rynkowa, analiza fundamentalna spółek

Abstract

The article is an overview paper and the aim of the study is primarily to present current knowledge about the book value and market value of enterprises. The value of an enterprise and the criteria for increasing it are an important issue in many scientific disciplines. Therefore, it is justified to attempt to explain the contrasting meanings of book value and market value due to their undeniable influence on shaping the company's management policy. In the context of value management, the considerations referred to both the economic and institutional, ownership dimensions of enterprises.

Keywords: book value, market value, fundamental analysis of companies

* Uniwersytet Łódzki;  <https://orcid.org/0000-0003-1320-4961>; e-mail: magdalena.lesiak@uni.lodz.pl

Wstęp

Jednoznaczne zinterpretowanie pojęcia wartości okazuje się niezwykle skomplikowane, dlatego większość autorów nie podejmuje próby jego ścisłego określenia. Władysław Tatarkiewicz sformułował odważny pogląd, że „to, co wygląda na definicję wartości, jest raczej zastąpieniem wyrazu przez inny wyraz mniej więcej to samo znaczący [...]. Albo jest omówieniem” (Tatarkiewicz, 1989, s. 137–138). Abstrakcyjny rzeczownik „wartość” pochodzi od przymiotnika „wart”, który jest zapożyczeniem z języka niemieckiego od słowa *die Wert* (Münter-Elfner i Venhoff, red., 2005, s. 537). W słowniku języka polskiego można odnaleźć informację, że wartość stanowi podstawową kategorię aksjologii i oznacza wszystko to, co cenne i godne pożądania, co stanowi przedmiot ludzkich dążeń (Kalisiewicz, red., 1997, s. 644).

Poglądy przedstawicieli teorii ekonomii klasycznej, zwłaszcza Adama Smitha (2007, s. 37) i Davida Ricarda (1957, s. 7) były punktem wyjścia ewolucji współczesnej teorii wartości. Pojęcie to wiąże się ze wszelkimi dziedzinami wiedzy oraz ma znaczenie w każdym społeczeństwie, a także pełni funkcję integrującą, motywacyjną i gwarancyjną. Jest też ważnym czynnikiem wpływającym na istnienie, działanie i rozwój przedsiębiorstwa (Duraj, 2002, s. 59–61). Współcześnie „wartość” bywa różnorako kategoryzowana, tzn. można ją ujmować w sensie filozoficznym, etycznym, materialnym, społecznym lub ekonomicznym. W niniejszym artykule termin ten omówiono wyłącznie z perspektywy wartości księgowej i rynkowej.

Wartość księgowa i rynkowa

Wartość księgową (*book value*) należy szacować, opierając się na pozycjach bilansowych, czyli pasywach i aktywach. Stanowi ona różnicę tych aktywów oraz zobowiązań spółki, równą wartości kapitału własnego (Siudak, 2013, s. 57). Informuje o wysokości kwoty, którą otrzymaliby akcjonariusze w przypadku sprzedaży wszystkich aktywów zgodnie z ich wyceną bilansową i uregulowania ogółu zobowiązań. W literaturze przedmiotu wartość księgowa uznawana jest za jeden z głównych parametrów obserwowanych w momencie inwestowania na giełdzie. Na jego podstawie inwestorzy mogą ocenić, które spółki cechują się potencjałem wzrostowym. Potwierdzają to badania m.in. Thomasa Bulkowskiego, w których wartość księgowa znalazła się trzykrotnie w pierwszej piątce wśród najistotniejszych parametrów wskazujących najlepsze wyniki dla jednorocznych i trzyletnich inwestycji. Ponadto dwukrotnie została zakwalifikowana do

pierwszej piątki parametrów, które dają najwyższe wyniki inwestycji trwających pięć lat. Wypada zaznaczyć, że kupno spółki poniżej wartości księgowej nawet w sytuacji jej ewentualnego późniejszego bankructwa nie musi zawsze skutkować całkowitą utratą zainwestowanych środków pieniężnych (Bulkowski, 2016, s. 26).

Wartość księgową można postrzegać również jako różnicę między wartością netto (różnica wartości aktywów, w tym niematerialnych i prawnych, oraz zobowiązań) a wartością akcji uprzywilejowanych (skalkulowanych według ceny wykupu bądź umorzenia) podzieloną przez liczbę zwykłych akcji (Value Line, b.d.). Ze wszystkich odnalezionych źródeł wyłącznie spółka Value Line, zajmująca się badaniami inwestycyjnymi i wydawnictwami finansowymi, zalicza do wartości księgowej aktywa niematerialne. Obejmują one m.in. wartość przedsiębiorstwa (*goodwill*), tj. różnicę pomiędzy ceną nabycia aktywów a ich wyceną w bilansie, niezamortyzowane dyskonto obligacji, marki handlowe, patenty, a także rezerwę na wydatki w przyszłych okresach. Co istotne, włączenie aktywów niematerialnych do wartości księgowej komplikuje dodatkowo wycenę, ponieważ takie ujęcie zwiększa subiektywizm oszacowania wartości przez księgowego, dlatego może ona być niewiarygodna, jeśli aktywa niematerialne zostaną zawyżone.

Znaczenie omawianego tu parametru w procesie inwestycyjnym uwidacznia się głównie w następujących okolicznościach:

- przejęcia – kiedy na rynku zauważa się, że niektóre aktywa są niedoszacowane, cena przejęcia najprawdopodobniej będzie duża;
- fuzji – wartości księgowej używa się przy wycenie podmiotu przeprowadzającego fuzję;
- likwidacji – w warunkach likwidacji wartość księgowa zmniejszona o zobowiązania może informować w przybliżeniu o spodziewanej wartości spółki (Bulkowski, 2016, s. 28).

Istnieją również kontrargumenty ekspertów, którzy eksponują wady wartości księgowej jako miernika inwestycyjnego. Oto najważniejsze z wymienianych mankamentów:

1. Inwestowanie w zadłużone, przewartościowane bądź trudno zbywalne aktywa spółek jest niezmiernie ryzykowne, ponieważ w przypadku wyzbycia się ich za ułamek ich wartości zadłużenie może spowodować, że wartość księgowa zostanie zabsorbowana z powodu długu.
2. Wskaźnik ceny do wartości księgowej (C/WK) jest najbardziej wiarygodny, gdy spółki posiadają dużo aktywów lub gdy kierują działalnością kapitałochłonną.
3. Wykup własnych akcji może się przyczynić do zmniejszenia wartości księgowej wskutek zredukowania kapitału zakładowego.
4. Spółki, które przez długi czas odnotowywały stratę lub którym zdarzyła się jednorazowa wysoka strata, mogą mieć ujemną wartość księgową.

5. Nieuwzględnienie aktywów niematerialnych w wartości księgowej skutkuje niedoszacowaniem wartości spółek usługowych, które nie muszą posiadać wielu aktywów materialnych.
6. Dokonywanie operacji gotówkowych przez spółki może zniekształcić ich wartość księgową: spada ona np. wtedy, kiedy spółki translokują gotówkę z bilansu do rezerw (Lynch i Rothchild, 1990, s. 39).

Spółki o niewielkim stosunku ceny do wartości księgowej zachęcają do inwestycji. Bulkowski (2016, s. 27) wskazuje, że spółki o niskim wskaźniku C/WK w dłuższej perspektywie pozwalają osiągnąć lepsze wyniki. Wartość księgowa może w istotny sposób różnić się od wartości rynkowej. Przyczyna tkwi w księgowaniu wartości urządzeń, maszyn i budynków według kosztów nabycia, gdyż w następnych latach ze względu na odpisy amortyzacyjne, modernizacje lub remonty wartość księgowa może ulec zmianie.

Wartość rynkowa (*market value*) wyznaczana jest przez cenę akcji na rynku publicznym. Zatem wartość przedsiębiorstwa bywa różna w zależności od tego, kto oraz kiedy przeprowadza jej ocenę. Jeden z przypadków oceny wartości stanowi wycena spółek publicznych notowanych na giełdzie papierów wartościowych, przy czym należy zauważyć, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest rezultatem oczekiwań dużej liczby niezależnych podmiotów, w tym inwestorów (Tuzimek, 2013, s. 117–118). W praktyce gospodarczej wyodrębniono trzy podstawowe czynniki, które warunkują wzrost wartości. Są nimi:

- rentowność – sygnalizująca, czy został osiągnięty cel w postaci zwiększenia stopy zwrotu, tak aby przewyższała koszty kapitału;
- wzrost – związany bezpośrednio z rozwojem działalności i inwestowaniem;
- ryzyko – stanowiące integralną część aktywności gospodarczej (jego analiza pomaga podejmować racjonalne decyzje związane z zarządzaniem ryzykiem i metodycznie wybierać rodzaje ryzyka) (Black, Wright i Bachman, 2000, s. 90).

Owa triada prowartościowego kierowania spółką obliuguje do uwzględniania różnych elementów w tym procesie. Sama rentowność nie powinna być traktowana jako punkt docelowy przedsiębiorstwa, ponieważ nie generuje automatycznie przyrostu wartości, a tylko warunkuje taką możliwość (Schierenbeck i Lister, 2002, s. 11–12); ponadto rozwój następuje zawsze przy pewnym poziomie ryzyka. Według Alfreda Rappaporta (1999, s. 65) czynniki, od których zależy wartość rynkowa, to przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, zadłużenie oraz stopa dyskontowa. Wspomniane elementy wyszczególnia również Aswath Damodaran (1999), który dodaje do nich oczekiwany całkowity wzrost i okres użyteczności aktywów. Sam Rappaport (1999, s. 65) wskazuje jeszcze siedem innych czynników determinujących wartość, mianowicie:

- okres wzrostu wartości,
- stopa wzrostu sprzedaży,
- marża zysku operacyjnego,
- inwestycje w majątek obrotowy,

- inwestycje w majątek trwały,
- koszt kapitału,
- stopa podatku dochodowego.

Andrew Black, Philip Wright i John Bachman (2000, s. 101) jako czynniki operacyjne kształtujące wartość wymieniają:

- warunki sprzedaży, asortyment i cenę,
- jednostkowy poziom sprzedaży,
- koszty ogólne i politykę płatności,
- budżetowanie kapitałowe,
- produkcję i harmonogram pracy,
- innowacyjność i produktywność,
- lokalizację i przestoje.

Wyodrębniając czynniki oddziałujące na wartość, David Walter słusznie uważa, że do wcześniej wymienionych można dodać:

- strategiczne i operacyjne przepływy gotówki,
- dźwignię operacyjną i finansową,
- kontrolę, koprodukcję i zarządzanie lojalnością klientów,
- zarządzanie dostępnymi i wykorzystywanymi zdolnościami wytwórczymi (Dudycz, 2005, s. 24).

Aby wyjaśnić stopień wpływu wymienionych czynników na fluktuacje wartości rynkowej, można sięgnąć po powszechnie stosowane metody analizy przyczynowo-skutkowej, np. metodę kolejnych podstawień, metodę krzyżowych podstawień lub metodę logarytmowania, a tym samym zainicjować controlling wartości (Schierenbeck i Lister, 2002, s. 221; Schultze i Hirsch, 2005, s. 13–14).

Analiza fundamentalna

Stabilna i korzystna sytuacja ekonomiczno-finansowa oraz obiecujące perspektywy rozwoju spółki są bodźcem do wyższej wyceny akcji (Gwizdała, 2009a, s. 652; 2009b, s. 718). Dzięki wycenie akcji można więc sprawdzić podstawy, na których opiera się działalność przedsiębiorstwa. Im mocniejsze fundamenty, tym lepsza jawi się przyszłość, co stanowi przesłankę do wzrostu wartości spółki (Ostrowska, 2007, s. 118; Sajnog, 2014, s. 61). Do określenia owej wartości stosuje się analizę fundamentalną (*fundamental analysis*) polegającą na badaniu czynników ekonomicznych i finansowych, które bezpośrednio rzutują na kurs akcji na rynku kapitałowym. Ponieważ metoda ta uwzględnia korelację między wzrostem wartości spółki a wyceną jej akcji, jest popularna wśród inwestorów giełdowych. Materiały źródłowe niezbędne do przeprowadzenia analizy fundamentalnej zasadniczo dzielą się na dwie grupy:

- materiały wewnętrzne – pozwalające dokonać analizy sytuacyjnej, finansowej i wyceny podmiotu metodą dochodową, majątkową lub mieszaną,
- materiały zewnętrzne – służące do analizy otoczenia spółki i określenia jej wartości z zastosowaniem konkretnych metod rynkowych, np. metody porównawczej, analizy SWOT, analizy pięciu sił Portera (Bednarski, 1999, s. 33; Gabrusewicz, 2005, s. 34; Jerzemowska i Sułowska, 2004, s. 42–44).

Podstawowe cele analizy fundamentalnej obejmują:

- określenie wartości spółki,
- oszacowanie przyszłych przekształceń cen akcji,
- ocenę działalności zarządu,
- prognozowanie wpływu podjętych decyzji na otrzymywane wyniki,
- ocenę stopnia ryzyka (Banaszczak-Soroka i Zawadzka, 2016, s. 18).

Mając na względzie, że nadrzędny motyw działania inwestorów stanowi maksymalizacja wartości, można powiedzieć, że analiza fundamentalna polega na szacowaniu wartości wewnętrznej przyszłych walorów. Jej zwięźceniem jest odnalezienie wartości rzeczywistej akcji, która kształtuje się powyżej ceny giełdowej (stwierdzenie niedoszacowania ceny akcji na rynku, które prowadzi inwestora do zajęcia pozycji długiej, czyli kupna akcji), albo wartości rzeczywistej akcji niższej niż cena giełdowa (stwierdzenie przeszacowania ceny akcji na rynku, które skłania inwestora do zajęcia pozycji krótkiej, czyli sprzedaży akcji) (Kowalke, 2016, s. 68; Ostrowska, 2011, s. 43).

W analizie fundamentalnej przedmiotem badania nie jest wyłącznie przedsiębiorstwo: jego sytuacja ekonomiczno-finansowa oceniana na podstawie sprawozdań finansowych, jego słabe i mocne strony, stojące przed nim szanse i zagrożenia (Sobczyk, 2007, s. 354). Inwestora interesują również otoczenie wewnętrzne i zewnętrzne spółki, jej pozycja na rynku, możliwości rozwoju i czynniki makroekonomiczne, w tym zasadnicze poziomy stóp procentowych, stopa inflacji bądź stopa wzrostu PKB (Czekala, 1997, s. 93). Analiza fundamentalna ma charakter dedukcyjny i zawiera następujące etapy:

- analizę makroekonomiczną, dotyczącą ogólnogospodarczych warunków, które pozwalają poniekąd wnioskować o zachowaniach cen akcji;
- analizę sektorową, wykonywaną ze względu na odmienne reakcje różnych branż na przemiany zachodzące w otoczeniu;
- analizę spółki (sytuacyjną i finansową), cechującą się wielowymiarowością, gdyż niektóre podmioty niewłaściwie funkcjonują mimo pomyślnych okoliczności zewnętrznych;
- wycenę akcji spółki, służącą sprawdzeniu, czy cena rynkowa na giełdzie papierów wartościowych jest korzystna, tzn. niższa od rzeczywistej wartości, jaka wynika z przeprowadzonej wyceny (Mayo, 1997, s. 322).

Przytoczony podział etapów analizy fundamentalnej nie jest jedynym występującym w literaturze przedmiotu. Dla przykładu można przywołać pogląd Krzysztofa Kowalkego i Moniki Prochownik, którzy wyróżniają trzy części

diagnostyki fundamentalnej: ocenę sytuacji ogólnogospodarczej, sektorowej oraz przedsiębiorstwa (Kowalke i Prochownik, 2011, s. 29–41). Odmienne stanowisko prezentują Aleksandra Pieloch-Babiarz i Artur Sajnog, którzy w swojej pracy o analizie fundamentalnej przyjęli szerszy zakres badania fundamentalnego, a mianowicie badanie makroekonomiczne, sektorowe, sytuacji spółki, finansowe oraz wycenę spółki (Pieloch-Babiarz i Sajnog, 2016, s. 15).

Zgodnie z tym ostatnim podziałem etapów badania fundamentalnego analizę makroekonomiczną można interpretować jako identyfikację stanu otoczenia i jego zasadniczego wpływu na podejście inwestorów do decyzji inwestycyjnych. W jej wyniku otrzymuje się wiadomości przydatne na dalszych etapach analizy (Ritchie, 1997, s. 62). Wśród czynników makroekonomicznych wyróżnia się np. ekonomiczne, techniczno-technologiczne, socjokulturowe, demograficzne, polityczno-prawne, międzynarodowe (Gierszewska, 2000, s. 41–49; Hill i Jones, 1989, s. 81–85; Olszewska, red., 2008, s. 64–65; Romanowska, 2004, s. 65–72).

Z kolei analiza sektorowa uwzględnia sytuację w branży i rozstrzyga o atrakcyjności branży i o roli, jaką odgrywa w niej badana jednostka (Graham, 2007, s. 272). Wykorzystuje się w tym celu np. tzw. analizę pięciu sił Michaela E. Portera, do których należą: siła przetargowa dostawców, siła przetargowa nabywców, zagrożenie nowymi wejściami na rynek, zagrożenie ze strony substytutów, konkurencja wewnątrz sektora (Arnold, 2010, s. 285).

Wielokryterialną analizę sytuacji spółki przeprowadza się m.in. za pomocą analizy SWOT, obejmującej szanse, zagrożenia, mocne i słabe strony badanego podmiotu (Robbins i DeCenzo, 2002, s. 151). Alternatywną metodą do analizy SWOT jest zastosowanie zasady 80/20, tzw. zasady Pareto, w której typuje się czynniki uznawane za najważniejsze w odniesieniu do pozycji rynkowej (20% wysiłków implikuje powstanie 80% wyników). Takimi czynnikami są najczęściej marka, pozycja kosztowa spółki, wiedza techniczno-technologiczna i sytuacja finansowa (Strategor, 1995, s. 69).

Natomiast podstawą analizy finansowej są sprawozdania finansowe: bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych itd. (Burzykowska i Duraj, 2009, s. 33–42; Gabrusewicz, Cieślak i Kuśnierek, 2001; Olchowicz, 2016, s. 53–89). Opierając się na tych informacjach, można przeprowadzić analizę wskaźnikową, obejmującą m.in. wskaźniki płynności, zadłużenia, sprawności działania, rentowności i wartości rynkowej (Kachniewski, Majewski i Wasilewski, 2008, s. 146).

Końcowy etap analizy fundamentalnej stanowi wycena spółki, polegająca na określeniu wartości wewnętrznej (rzeczywistej) akcji i skonfrontowaniu jej z ceną giełdową akcji (za atrakcyjną uważa się sytuację, w której cena rynkowa jest niższa od wartości rzeczywistej będącej rezultatem wyceny spółki). W wyniku tegoż zestawienia uzyskuje się informację o niedowartościowaniu, przewartościowaniu bądź prawidłowej wycenie akcji. Do wyceny powszechnie wykorzystuje się następujące podejścia:

- księgowe – pomniejszenie aktywów ogółem o zobowiązania ogółem;
- likwidacyjne – wartość przedsiębiorstwa przy jego likwidacji jest sumą kwoty uzyskanej ze sprzedaży składników majątkowych (pomniejszoną o zobowiązania ogółem i koszty likwidacji) oraz składników majątku;
- odtworzeniowe – oszacowanie wielkości kapitału niezbędnego do odtworzenia majątku spółki;
- mnożnikowe – wycena akcji analizowanej spółki przy pomocy akcji innej spółki działającej w tym samym sektorze; służą do tego np. wskaźniki ceny do zysku, ceny do sprzedaży, ceny do wartości rynkowej;
- dochodowe – oparte na przepływach zdyskontowanych środków pieniężnych, czyli wartość spółki to zaktualizowana wartość jej przyszłych dochodów (Jajuga i Jajuga, 2004, s. 157).

Wymienione możliwości wyceny można pogrupować w trzy metody: majątkową, dochodową oraz mieszaną (Ostrowska, 2003, s. 45).

Efekt przeprowadzonej analizy fundamentalnej stanowi wycena spółki i jej akcji, a uzyskane wnioski niebagatelnie przyczyniają się do alokacji kapitału (Róžański, 2006, s. 202). Podstawowym celem pracy analityków fundamentalnych jest ustalenie odchyleń pomiędzy wewnętrzną ceną akcji a jej ceną rynkową, które są wyznacznikiem atrakcyjności poszczególnych inwestycji (Pieloch-Babiarz i Sajnog, 2016, s. 14).

Zarządzanie wartością przedsiębiorstw prywatnych i państwowych

W obrocie gospodarczym ze względu na strukturę właścicielską można wyróżnić spółki, które są częściowo lub całkowicie kontrolowane przez państwo, spółki Skarbu Państwa i przedsiębiorstwa prywatne. Działanie tych ostatnich ma na celu przede wszystkim generowanie zysku dla ich właścicieli lub akcjonariuszy. Przedsiębiorstwa takie zwykle koncentrują się na poszerzeniu bazy odbiorców produktów lub usług oraz na innowacjach i rozwoju technologii, głównie jednak starają się zwiększać przychody, minimalizować koszty i efektywnie zarządzać posiadanymi zasobami. Wiele spółek prywatnych dąży do ekspansji na rynku zarówno krajowym, jak i międzynarodowym poprzez zwiększanie skali działalności, wprowadzanie nowych produktów lub usług, a także przejęcia i fuzje. Przedsiębiorstwa tego rodzaju często decydują się również na inwestowanie wypracowanych środków w badania i rozwój, aby optymalizować proces produkcyjny lub usługowy oraz wdrażać rozwiązania, które mogą poprawić ich konkurencyjność i pomóc im dostosować się do dynamicznie zmieniających się potrzeb rynkowych i do przemian globalizacyjnych (Kowalski, 2007, s. 103–104).

W obszarze zarządzania wartością w przedsiębiorstwach, których dominującym właścicielem jest państwo, główny cel działalności nierzadko zależy od kontekstu politycznego, gospodarczego i społecznego. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że w przeciwieństwie do przedsiębiorstw prywatnych, które zazwyczaj dążą do maksymalizacji zysku i wartości dla akcjonariuszy, przedsiębiorstwa państwowe mogą mieć bardziej złożone cele (Szarzec, 2023, s. 296–299). Oprócz generowania zysków mogą być zobowiązane do realizacji celów społecznych, takich jak zapewnienie miejsc pracy, stabilizacja rynku, dostarczanie usług publicznych oraz realizacja polityki równości społecznej bądź łagodzenie społecznych skutków funkcjonowania gospodarki rynkowej. W działalności tego typu podmiotów uwzględnia się również interes publiczny. Państwowy właściciel może preferować posunięcia, które przynoszą korzyści społeczne, nawet kosztem krótkoterminowej maksymalizacji wartości, np. dopłaty do cen, dotowanie spółek działających w konkretnych sektorach strategicznych dla państwa, inwestycje w rozwój regionalny, a także zatrudnianie lokalnych mieszkańców (Kocowski, 2014, s. 199–201).

Przedsiębiorstwa państwowe mogą być bardziej skłonne do podejmowania działań motywowanych pobudkami politycznymi i społecznymi, co może pociągać za sobą decyzje, które niekoniecznie są optymalne z perspektywy czysto ekonomicznej. Przykładowo spółka KGHM w latach 2001–2017 i 2021–2023 stosowała strategię wypłaty dywidend (Kwestarz, 2024; Torchała, 2018). Państwowy potentat miedziowy zdecydował się na nią zamiast na akumulację zysków w celu ich inwestycji. Przyczynę tego kroku można upatrywać w chęci zaspokajania oczekiwań akcjonariuszy. Co prawda wypłatę dywidendy z reguły postrzega się jako sposób nagradzania ich za decyzję o lokowaniu środków w akcjach danej spółki, lecz w wypadku przedsiębiorstw państwowych, które mają różnych interesariuszy, może to być sposób na spełnienie ich oczekiwań bądź realizację przedsięwzięć politycznych lub społecznych (Postuła, 2013, s. 95–107). Z kolei wartość EBITDA spółki PKN ORLEN (zysk przed odliczeniem kosztów odsetek, podatku i amortyzacji) w latach 1997–2021 wzrastała średnio o 11% rocznie. EBITDA jest wskaźnikiem finansowym, który pozwala ocenić wydajność operacyjną przedsiębiorstwa, eliminując wpływ struktury kapitałowej i kosztów niegotówkowych (Notoria, b.d.). Chociaż EBITDA spółki wykazywała stabilny wzrost – co można interpretować jako pozytywny sygnał mówiący o sytuacji finansowej i wzroście wartości przedsiębiorstwa w tym okresie – powinno się zachować ostrożność w wyciąganiu wniosków. Warren Buffett ostrzegł, że bezkrytyczne podejście do EBITDA stanowi „szczególnie zgubn[ą] praktyk[ę]”. Oznacza to, że amortyzacja nie jest w rzeczywistości wydatkiem, że jest to obciążenie »niegotówkowe«. To kompletna bzdura. Prawdę mówiąc, amortyzacja jest obciążeniem szczególnie nieatrakcyjnym ze względu na nakłady pieniężne, które zostały opłacone z góry, zanim nabyty składnik aktywów przyniesie firmie jakiegokolwiek korzyści” (Buffett, 2021; EY Polska, b.d.). Zatem można przypuszczać, że rosnąca EBITDA

niekoniecznie (nie zawsze) odzwierciedla rzeczywistą wydajność operacyjną, zwłaszcza jeśli amortyzacja jest znaczna, a w przypadku analizowanego okresu wzrastała ona w PKN ORLEN średnio o 13% rocznie. Może to wskazywać na zwiększone inwestycje w aktywa trwałe, co z kolei może prowadzić do wyższych kosztów w przyszłości. Tym samym należy zachować ostrożność przy interpretacji wydajności operacyjnej.

W literaturze przedmiotu zauważa się, że niektóre podmioty państwowe zmagają się z niedostateczną efektywnością, która może wynikać z nadmiernej biurokracji, publicznego oddziaływania oraz braku konkurencji (pozycji monopolistycznej). W pewnych sektorach, takich jak energia, transport i logistyka, bezpieczeństwo i ochrona zdrowia, istnienie przedsiębiorstw państwowych może być uzasadnione z punktu widzenia zagwarantowania dostępu do podstawowych usług, niezbędnych do funkcjonowania społeczeństwa. W takich przypadkach maksymalizacja wartości może być utrudniona i postrzegana jako mniej priorytetowa niż zapewnienie dostępności i jakości usług społeczeństwu (Jasiecki, 2003, s. 3–25).

Podsumowanie

Celem prezentowanego artykułu było przybliżenie znaczenia pojęć wartości księgowej i wartości rynkowej. W opracowaniu przedstawiono ich zakres definicyjny i różnice pomiędzy nimi. Zrozumienie tych dwóch pojęć jest ważne dla inwestorów, gdyż pozwala lepiej ocenić sytuację finansową przedsiębiorstwa oraz podejmować bardziej świadome decyzje inwestycyjne. Poznanie determinant wartości, które mogą kształtować wynik finansowy w sposób zarówno negatywny, jak i pozytywny, zwiększa świadomość finansową, a w późniejszej fazie zarządzania umożliwia skoncentrowanie się na kluczowych obszarach prowadzenia działalności. Wynik finansowy pełni istotną funkcję jako czynnik wpływający na wartość rynkową, a także na zyski akcjonariuszy, zwiększenie wartości spółki jest bowiem interpretowane przez jej właścicieli jako większy zwrot z zainwestowanego kapitału. Innymi słowy: zrozumienie, co warunkuje wartość rynkową, pozwala sprecyzować przyszłe decyzje operacyjne i strategiczne oraz czynności, jakie należy podjąć, żeby powstała możliwość kreowania wartości. Trzeba podkreślić, że w wypadku przedsiębiorstw państwowych zarządzanie wartością jest ważne, lecz często równoległe z innymi, społeczno-politycznymi działaniami. Jej maksymalizacja nie zawsze stanowi główny cel, a podejście do zarządzania nią może być bardziej złożone i zróżnicowane zależnie od sytuacji społeczno-gospodarczej w kraju.

Bibliografia

- Arnold, G. (2010). *Inwestowanie w wartość. Jak zostać skutecznym inwestorem*, przeł. B. Sałbut. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Banaszczak-Soroka, U., Zawadzka, P. (2016). Inwestor na rynku papierów wartościowych. W: U. Banaszcak-Soroka (red.), *Rynek papierów wartościowych. Inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny* (s. 11–25). C.H. Beck.
- Bednarski, L. (1999). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie* (wyd. 4 zm.). Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Black, A., Wright, P., Bachman, J.E. (2000). *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, przeł. J. Juruś. Dom Wydawniczy ABC.
- Buffett, W.E. (2021). *The essays of Warren Buffett: Lessons for corporate America*. Ed. L.A. Cunningham. The Cunningham Group.
- Bulkowski, T.N. (2016). *Analiza fundamentalna i inwestowanie pozycyjne. Ewolucja gracza giełdowego*, przeł. K. Środa. Linia.
- Burzykowska, M., Duraj, J. (2009). *Controllingowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Czekala, M. (1997). *Analiza fundamentalna i techniczna*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. O. Langego.
- Damodaran, A. (1999). *Value creation and enhancement: Back to the future*. NYU Working Paper No. FIN-99-018. <https://ssrn.com/abstract=1297053>?
- Dudycz, T. (2005). *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Duraj, J. (2002). Niektóre implikacje zarządzania wartością przedsiębiorstwa. W: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania* (s. 57–76). T. 3. Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- EY Polska. (b.d.). *EBITDA i inne wskaźniki w sprawozdawczości finansowej. Szklanka do połowy pełna czy pusta?* Pobrane 17 września 2024 z: https://www.ey.com/pl_pl/insights/assurance/ebitda-i-inne-wskazniki-w-sprawozdawczosci-finansowej
- Gabrusewicz, W. (2005). *Podstawy analizy finansowej*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Gabrusewicz, W., Cieślak, M., Kuśnierek, K. (2001). *Sprawozdawczość finansowa jednostek gospodarczych*. Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- Gierszewska, G. (2000). *Zarządzanie strategiczne*. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego.
- Graham, B. (2007). *Inteligentny inwestor. Najlepsza książka o inwestowaniu wartościowym*. Studio Emka.
- Gwizdała, J.P. (2009a). Analiza fundamentalna w ocenie efektywności inwestycji kapitałowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia*, 16, 645–657.
- Gwizdała, J.P. (2009b). Rola analizy fundamentalnej w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym w Polsce. W: E. Ostrowska i J. Ossowski (red.),

- Rynki finansowe. Mikrofinanse* (s. 703–734). Fundacja na rzecz Polskich Związków Kredytowych – Instytut Stefczyka.
- Hill, Ch.W., Jones, G.R. (1989). *Strategic management theory: An integrated approach*. Houghton Mifflin.
- Jajuga, K., Jajuga, T. (2004). *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa* (wyd. 2). Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Jasiecki, K. (2003). *Korupcja na wysokich szczeblach władzy jako wyróżnik transformacji ustrojowej w Polsce*. Fundacja im. Batorego.
- Jerzemowska, M., Sułowska, J. (2004). Podstawy teoretyczno-metodyczne analizy ekonomicznej. W: M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie* (s. 13–65). Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Kachniewski, M., Majewski, B., Wasilewski, P. (2008). *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*. Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych.
- Kalisiewicz, D. (red.). (1997). *Nowa encyklopedia powszechna PWN*. T. 6. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kocowski, T. (2014). Komerccjalizacja przedsiębiorstw państwowych a właścicielskie uprawnienia nadzorcze administracji publicznej. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 362, 196–210. <https://doi.org/10.15611/pn.2014.362.15>
- Kowalke, K. (2016). *Analiza fundamentalna – wykorzystanie na rynku akcji w Polsce*. CeDeWu.
- Kowalke, K., Prochownik, M. (2011). Analiza efektywności społecznie odpowiedzialnych inwestycji z wykorzystaniem indeksów giełdowych, *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 4/7, 29–41.
- Kowalski, A. (2007). Współzależność pomiędzy prywatyzacją a publicznym rynkiem akcji. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, 5/6, 97–110. <https://doi.org/10.33119/GN/101406>
- Kwestarz, P. (2024). *KGHM z rekomendacją dywidendy. Miedziowy gigant wraca do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami*. <https://strefainwestorow.pl/artykuly/dywidendy/20240509/kgm-dywidenda-2024>
- Lynch, P., Rothchild, J. (1990). *One up on Wall Street: How to use what you already know to make money in the market*. Penguin Books.
- Mayo, H.B. (1997). *Wstęp do inwestowania*, przeł. J. Kłuziński i in. K.E. Liber.
- Münter-Elfner, M., Venhoff, M. (red.). (2005). *Brockhaus. Die Enzyklopädie* (2005). Vol. 1. Wissen Media Verlag.
- Notoria. (b.d). *Notoria news* [dane za lata 1997–2021]. <https://notoria.pl/news/espi-ebi>
- Olchowicz, I. (2016). *Podstawy rachunkowości*. T. 1. Difin.
- Olszewska, B. (red.). (2008). *Zarządzanie strategiczne. Przedsiębiorstwo na progu XXI wieku*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Ostrowska, E. (2003). *Inwestycje finansowe*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Ostrowska, E. (2007). *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Ostrowska, E. (2011). *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny*. C.H. Beck.

- Pieloch-Babiarz, A., Sajnóg, A. (2016). *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Postuła, I. (2013). Problem określenia właściciela ekonomicznego majątku i akcji spółek Skarbu Państwa. *Nauki o Zarządzaniu*, 3, 91–108.
- Rappaport, A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menedżera i inwestora*, przeł. M. Nowak. WIG-Press.
- Ricardo, D. (1957). *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, przeł. J. Drewnowski. Państwowe Wydawnictwo Naukowe.
- Ritchie, J.C. (1997). *Analiza fundamentalna*, przeł. J. Sobkowiak i in. WIG-Press.
- Robbins, S.P., DeCenzo, D.A. (2002). *Podstawy zarządzania*, przeł. A. Ehrlich. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Romanowska, M. (2004). *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Różański, J. (2006), Analiza i wycena akcji. W: J. Różański (red.). *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe* (s. 195–203). Difin.
- Sajnóg, A. (2014). Zys całkowity na tle nośników wartości rynkowej przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Studia Ekonomiczne*, 198, 58–73.
- Schierenbeck, H., Lister, M. (2002). *Value Controlling. Grundlagen Wertorientierter Unternehmensführung*. Oldenbourg Verlag.
- Schultze, W., Hirsch, C. (2005). *Unternehmenswertsteigerung durch wertorientiertes Controlling. Goodwill-Bilanzierung in der Unternehmenssteuerung*. Verlag Vahlen.
- Siudak, D. (2013). *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*. C.H. Beck.
- Smith, A. (2007). *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* (wyd. 2). T. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sobczyk, M. (2007). *Kalkulacje finansowe. Wartość pieniądza w czasie, kredyty, odsetki, projekty inwestycyjne, papiery wartościowe*. Placet.
- Strategor (1995). *Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, przeł. K. Bolesta-Kukułka. Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Szarzec, K. (2023). Przedsiębiorstwa państwowe we współczesnej gospodarce – cele i uwarunkowania efektywności działania, *Ekonomista*, 3, 295–314. <https://doi.org/10.52335/ekon/170240>
- Tatarkiewicz, W. (1989). Pojęcie wartości, czyli co historyk filozofii ma do zakomunikowania historykowi sztuki. W: W. Tatarkiewicz, *Dobro i oczywistość* (s. 136–149). Wydawnictwo Lubelskie.
- Torchała, A. (2018). *Koniec pewnej epoki. KGHM bez dywidendy*. <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Koniec-pewnej-epoki-KGHM-bez-dywidendy-7591161.html>
- Tuzimek, R. (2013). *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*. Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza.
- Value Line. (b.d.). *Investment education*. Pobrane 17 września 2024 z: <https://www.valuelinelibrary.com/education>

