



Piotr Szczepankowski

Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie
Wydział Zarządzania i Finansów
Katedra Finansów Przedsiębiorstwa
szczepankowski@vizja.pl

MIGRACJA WARTOŚCI DLA WŁAŚCICIELI SPÓŁEK NOTOWANYCH W ALTERNATYWNYM SYSTEMIE OBROTU GIEŁDOWEGO W POLSCE

Streszczenie: Prezentowany artykuł jest próbą oceny z perspektywy inwestorów zjawiska migracji wartości spółek kapitałowych notowanych na rynku alternatywnego systemu obrotu giełdowego w Polsce. W ocenie zjawiska migracji wartości dla właścicieli (tzw. wartości netto) posłużono się wskaźnikiem rynkowym „cena do wartości księgowej” (P/BV) i zmianą jego wielkości w czasie. Celem poznawczym opracowania jest ustalenie, w jakiej fazie migracji wartości znajdują się jednostki gospodarcze, których działalność jest na wczesnym etapie rozwoju zarówno na rynku realnym, jak i kapitałowym.

Słowa kluczowe: wartość dla akcjonariuszy, migracja wartości, alternatywny system obrotu, rynek NewConnect, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wprowadzenie

Od końca sierpnia 2007 r. funkcjonuje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) rynek NewConnect (NC) – alternatywny system obrotu (ASO) akcjami. Organizator ASO przeznaczył go specjalnie dla określonej zbiorowości spółek kapitałowych – niedawno powstałych, innowacyjnych, znajdujących się w fazie dynamicznego rozwoju, z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, które oczekują niewielkiego dokapitalizowania rzędu kilku czy kilkunastu milionów złotych [Przewodnik po rynku NewConnect, 2013, s. 1]. Pozyskany od inwestorów kapitał powinien stać się stymulatorem ich wzrostu, służyć budowaniu przewagi konkurencyjnej oraz tworzeniu wartości dla akcjonariuszy.

Wraz z rozwojem tego segmentu rynku kapitałowego, który pod względem liczby notowanych spółek dorównuje rynkowi głównemu GPW¹, pojawia się coraz więcej opracowań oceniających jego znaczenie dla wzmocnienia pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw, rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i całej gospodarki. Zdecydowanie mniej jest opracowań bezpośrednio poświęconych analizie wartości spółek, które z rynku NC pozyskały kapitały na sfinansowanie planów wzrostu i rozwoju. Jednym z obszarów oceny, który nie był dotychczas eksplorowany, jest zjawisko migracji wartości. Niniejsze opracowanie ma na celu wypełnić częściowo tę lukę poznawczą poprzez empiryczne wyodrębnienie faz migracji wartości, w jakiej znajdują się jednostki gospodarcze w początkowym etapie cyklu swojego rozwoju zarówno na rynku realnym, jak i kapitałowym.

Migracja wartości jest wynikiem wyceny przedsiębiorstw przez rynek kapitałowy oraz oceny efektywności kierunków alokacji środków finansowych przez inwestorów. Najgłębszą analizę tego zjawiska na polskim rynku kapitałowym przeprowadził D. Siudak [Siudak, 2013]. W monografii jego autorstwa zostały zaprezentowane i omówione wyniki badania mechanizmu migracji wartości w przekroju spółek giełdowych oraz sektorów gospodarczych za lata 2002-2006, a więc siłą rzeczy bez możliwości uwzględnienia podmiotów notowanych na nieistniejącym jeszcze wówczas w Polsce rynku ASO. Należy w tym miejscu zaznaczyć, iż przedsiębiorstwa notowane na rynku głównym GPW w Warszawie różnią się od spółek z rynku alternatywnego m.in.: wartością aktywów, kapitalizacją rynkową, ekonomicznym i organizacyjnym potencjałem wzrostu, osiąganymi fundamentalnymi wynikami finansowymi, fazą rozwoju, strukturą własności, zakresem i rodzajem prowadzonej działalności gospodarczej itd. Mimo tego, uczestnicy rynku kapitałowego podobnie oceniają spółki z ASO, jak i ich odpowiedniki notowane na rynku głównym, co może mieć znaczenie w analizie procesu przepływu wartości między przedsiębiorstwami oraz rynkami giełdowymi w celu poszukiwania przez inwestorów efektywnych możliwości alokacji kapitału. Uwaga ta ma szczególne znaczenie, zważywszy na fakt, że rynek kapitałowy w Polsce, w aktualnej fazie rozwoju, oczekuje przyływu wartości ekonomicznej głównie do grupy spółek nowych, innowacyjnych, znajdujących się we wczesnych etapach cyklu życia.

1. Istota zjawiska migracji wartości

Imperatywem funkcjonowania współczesnych przedsiębiorstw jest dążenie do wzrostu wartości, a podstawowym miernikiem stopnia powodzenia realizo-

¹ Na koniec III kw. 2014 r. na NewConnect notowanych było 435 spółek, a na rynku głównym giełdy – 463 przedsiębiorstwa.

wanej w tym zakresie strategii jest wartość rynkowa kapitału własnego [Slywotzky, Morrison i Andelman, 2000, s. 11]. Każde przedsiębiorstwo, które potrafi zapewnić trwały, długookresowy wzrost wartości dla właścicieli, przekraczający przeciętną efektywność rynku, jest jednostką szybciej i skuteczniej przyciągającą zewnętrzne kapitały własne. W formułowaniu strategii rozwoju priorytetem działalności biznesowej stało się więc odchodzenie od modelu zapewniającego jedynie wzrost sprzedaży, zysków i udziału w rynku na rzecz rozwiązań zapewniających trwały wzrost udziału w migracji wartości [Herman i Szablewski (red.), 1999, s. 35]. Spowodowało to transformację strategii wzrostu i rozwoju opartej na produkcie i rynku na strategię zrównoważonego rozwoju, zapewniającej przyrost wartości dla akcjonariuszy przy uwzględnieniu oczekiwań i preferencji pozostałych grup interesariuszy. Zachodząca ewolucja w celach i priorytetach zarządzania skutkuje procesami migracji kapitałów oraz wartości pomiędzy spółkami, sektorami i gospodarkami – od jednostek, które realizują tradycyjne modele biznesowe, do tych, które wdrożyły nowe modele działalności.

Pojęcie migracji wartości nie jest terminem jednoznacznym (tabela 1). W literaturze przedmiotu kojarzone jest ono z przepływami:

- całkowitej wartości spółki lub wartości dla akcjonariuszy pomiędzy przedsiębiorstwami z tych samych lub różnych sektorów, między sektorami, gospodarkami i rynkami kapitałowymi,
- kapitałów między inwestorami i (lub) ich grupami,
- wartości pomiędzy grupami klientów,
- wartości pomiędzy grupami interesariuszy,
- zasobów kapitału intelektualnego.

Tabela 1. Przegląd definicji zjawiska migracji wartości

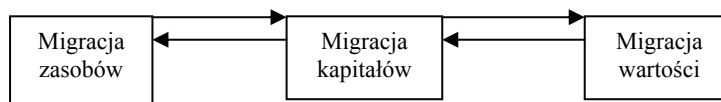
Autor	Treść definicji
1	2
J. Schumpeter [2009]	Proces kreatywnej destrukcji, gdy w miejscu nieskutecznych ekonomicznie przedsiębiorstw powstają nowe aktywa, do których płyną zasoby, przede wszystkim kapitałowe, będące potencjałem do tworzenia wartości dodanej dla całej ekonomii.
A.J. Slywotzky [1996, s. 21]	Migracja wartości obrazuje przepływ zysków i bogactwa akcjonariuszy. Jest to proces, w którym wartość odpływa od przestarzałych modeli działalności biznesowej i płynie do nowych, które bardziej efektywnie kreują korzyści dla klientów oraz pozyskują wartość dla akcjonariuszy.
Red. A. Herman, A. Szablewski [1999, s. 31]	Migracja wartości pomiędzy poszczególnymi sektorami i firmami jest następstwem intensywnego poszukiwania najwyższej z możliwych do uzyskania stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału. Proces ten jest opisany silnymi wzrostami i spadkami wartości rynkowej firm w krótkim czasie.
M. Siudak [2000, s. 170]	Migracja wartości polega na odpływie wartości z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego, jako następstwo poszukiwania efektywnych możliwości alokacji kapitału.

cd. tabeli 1

1	2
K. Klincewicz [2005, s. 40]	Zjawisko migracji wartości dotyczy reorientacji strategii uczestników rynku w obliczu konwergencji i pojawiania się szans rynkowych w nowych segmentach łańcucha wartości.
B. Dobiegała-Korona [2006, s. 221]	Wartość przedsiębiorstwa migruje od branż tradycyjnych do nowoczesnych oraz w ramach branży do firm, które oferują wyższe wartości dla klienta.
D. Siudak [2013, s. 33]	Migracja wartości oznacza przepływ wartości między przedsiębiorstwami, w wyniku poszukiwania możliwości inwestycji w efektywne modele działalności biznesowej, kreujące dla właścicieli zaangażowanego kapitału możliwie najwyższą stopę zwrotu przy akceptowalnym ryzyku.

Źródło: Opracowanie na podstawie wskazanych pozycji, ujętych w bibliografii.

Zjawisko migracji wartości jest najczęściej łączone z przepływami kapitału. Choć nie są to procesy tożsame, to są od siebie zależne. Migracja wartości jest częścią szerszej rozumianego zjawiska przemieszczania się kapitałów. Pomiedzy tymi dwoma zdarzeniami zachodzi sprzężenie zwrotne [Siudak, 2013, s. 39]. Najpierw następuje ocena wartości przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, w wyniku której ich wartość ulega procesowi migracji, jednocześnie wskazując rzeczywiste kierunki alokacji kapitału. Podjęta na podstawie decyzji inwestorów, zgodna z teorią racjonalnych oczekiwań, zmiana miejsca alokacji kapitału, modyfikuje następnie wycenę wartości rynkowej spółek, co powoduje przepływy wartości między poszczególnymi jednostkami gospodarczymi. Można zatem stwierdzić, że migracja wartości jest skutkiem procesu migracji kapitałów, a te z kolei stanowią składową szerszej rozumianego mechanizmu przepływu zasobów ekonomicznych pomiędzy przedsiębiorstwami, co ilustruje rys. 1.



Rys. 1. Mechanizm sprzężenia zwrotnego między rodzajami procesów migracji

Zjawisko migracji wartości jest zwyczajowo opisywane i oceniane przez model trzech faz: przyływu, stabilizacji i odpływu wartości². Na zakwalifikowanie spółki do danej fazy mają wpływ przede wszystkim trzy czynniki: stopień rozwoju konkurencji, udział w rynku oraz poziom rentowności [Marcinkowska, 2000, s. 13]. Uważa się, że siłami napędowymi migracji wartości są również zmiany zachodzące w otoczeniu przedsiębiorstw o charakterze ekonomicznym, społecznym, technologicznym i politycznym. Potencjalna liczba determinant migracji wartości nie ułatwia więc doboru właściwych mierników oceny tego zjawiska.

² Więcej na ten temat w: A.J. Slywotzky: *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*. Harvard Business School Press, Boston 1996.

2. Przegląd metod pomiaru procesu migracji wartości

W literaturze przedmiotu najczęściej prezentowaną metodą pomiaru migracji wartości jest wskaźnik VM, będący relacją średniej rocznej wartości rynkowej spółki i osiąganych przez nią rocznych przychodów netto ze sprzedaży, co zapisuje się formułą:

$$VM = \frac{MV}{S},$$

gdzie: VM – wskaźnik migracji wartości; MV – średnia roczna wartość rynkowa spółki (tzw. wartość brutto, czyli suma wartości rynkowej kapitału własnego i zobowiązań długoterminowych)³; S – roczne przychody netto ze sprzedaży.

W celu określenia fazy migracji wartości na podstawie VM należy wynik ustalony dla badanego przedsiębiorstwa lub sektora porównać z wielkościami granicznymi, co zostało zaprezentowane w tabeli 2.

Tabela 2. Wielkości graniczne wskaźnika VM dla faz migracji wartości

Faza migracji	Wielkość graniczna z 1996 r.	Wielkość graniczna z 2000 r.
Przyływ wartości	powyżej 2,0	powyżej 1,5
Stabilizacja wartości	od 1,0 do 2,0	od 1,0 do 1,5
Odpływ wartości	poniżej 1,0	poniżej 1,0

Źródło: Slywotzky [1996, s. 50]; Slywotzky, Morrison i Andelman [2000, s. 77].

Literatura tematu krytycznie odnosi się do tej metody pomiaru migracji wartości. Należy zgodzić się z prezentowanymi negatywnymi opiniami o wskaźniku VM i przyjmując argumentację, iż taka metoda oceny jest raczej narzędziem analizy migracji kapitałów ogółem albo zasobów⁴. W takim właśnie ujęciu VM był wykorzystany przez B. Batóg i J. Batóga oraz W. Skoczylas w badaniu czynników ekonomicznych determinujących zmiany wartości polskich spółek giełdowych [Batóg i Batóg, 2007; Skoczylas (red.), 2007]. Wydaje się zatem, że siłę modelu działalności biznesowej do przechwytywania wartości powinna raczej wyrażać wartość rynkowa netto (wartość kapitału własnego) w ujęciu względnym, czyli odniesiona do innej kategorii ekonomicznej, merytorycznie z nią powiązanej [Siudak, 2013, s. 66]. Taką zmienną jest np. zysk netto lub wartość księgowa kapitału własnego. W konsekwencji do pomiaru zjawiska migracji wartości można wykorzystać powszechnie znane mnożniki rynkowe: cena do zysku (P/E) lub cena do wartości księgowej (P/BV).

³ Średnioroczną wartość rynkową można przykładowo ustalić z dziennych notowań kapitału własnego i długu spółki albo z notowań podanych na koniec każdego miesiąca badanego roku.

⁴ Więcej w: D. Siudak, op. cit., s. 57-60.

Ostatni z podanych wskaźników był użyty przez E.F. Fama i K.R. Frencha w badaniu migracji spółek pomiędzy portfelami akcji przedsiębiorstw o niskiej i wysokiej kapitalizacji oraz jednostek wzrostowych i rozwojowych [Fama i French, 2007a]. Przedmiotem ich studium empirycznego była ocena wpływu wielkości spółek i potencjału wartości księgowej kapitału własnego na migrację akcji pomiędzy portfelami papierów wartościowych. Wiedząc, że przeciętna roczna stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek małych (o niskiej kapitalizacji) jest większa od zwrotu osiąganego z portfeli spółek dużych (o wysokiej kapitalizacji), badacze przyjęli hipotezę o występowaniu zjawiska obniżania się w czasie wartości rynkowej przedsiębiorstw zaliczonych do grupy dużych i ich stopniowym przemieszczaniu się w kierunku grupy podmiotów małych. Druga hipoteza odnosiła się natomiast do zbiorowości spółek wartościowych i wzrostowych. Ze względu na ocenę ryzyka inwestycyjnego, przeciętna roczna stopa zwrotu z portfeli akcji wartościowych (o niskim P/BV) przewyższa w długim okresie korzyści osiągnięte z inwestycji w akcje wzrostowe (o wysokim P/BV). W konsekwencji aktywa kapitałowe migrują:

- z portfela akcji wzrostowych do portfela akcji wartościowych lub co najmniej neutralnych⁵,
- dotychczasowe akcje wartościowe pozostają w tym samym portfelu, chyba że spółki wartościowe zostaną przejęte przez inne przedsiębiorstwa, to wtedy przemieszczają się do grupy jednostek neutralnych lub wzrostowych.

Hipotezy sformułowane przez Fama i Frencha odnosiły się do opisanego przez nich wcześniej zjawiska konwergencji wskaźnika P/BV [Fama i French, 2007b, s. 44-54]. W wyniku zmian w bieżących wynikach finansowych oraz osiągnięć spółek w zakresie realizowanych strategii kapitałowo-inwestycyjnych, zmianie ulega wartość księgowa kapitału własnego przedsiębiorstw. W konsekwencji P/BV w kolejnym okresie analizy obniża się dla wcześniej wyodrębnionej grupy spółek wzrostowych, na skutek poprawy ich wartości księgowej i spadku wartości rynkowej, a rośnie dla przedsiębiorstw wartościowych, z powodu spadku wartości księgowej kapitału własnego, przy jednoczesnym wzroście jego wartości rynkowej.

⁵ Portfel akcji neutralnych obejmuje 40% spółek notowanych na danym rynku, dla których P/BV oscyluje wokół mediany jego wartości. Portfele akcji wartościowych i wzrostowych, to odpowiednio po 30% spółek o najniższym i najwyższym P/BV dla danej zbiorowości przedsiębiorstw.

3. Analiza procesu migracji wartości spółek z alternatywnego systemu obrotu giełdowego w Polsce

Celem przeprowadzonych badań była ocena skali i kierunku procesu migracji wartości spółek kapitałowych notowanych w alternatywnym systemie obrotu giełdowego w Polsce. Analiza objęła dane z lat 2011-2013. Na ich podstawie wyznaczono zmianę wielkości wybranego wskaźnika analitycznego zarówno w okresach rocznych, jak i w pełnym okresie badawczym (odpowiednio były to zmiany zaobserwowane w 2012 r. w porównaniu do 2011 r. oraz w 2013 r. w porównaniu zarówno do 2012 r., jak i 2011 r.). Do badań włączono spółki notowane na rynku NC według ich stanu liczbowego na koniec 2011 r. Taki wybór jednostek do przeprowadzonej analizy był zdeterminowany przede wszystkim liczbą podmiotów, które w tym czasie debiutowały na NC (172 spółki), co znacznie zwiększyło obszar badawczy.

Analizę zjawiska migracji wartości dla właścicieli oparto na badaniu odchylenia bezwzględnego wielkości P/BV, według wzoru:

$$\Delta(P/BV) = (P/BV)_t - (P/BV)_{t-1}$$

gdzie: $(P/BV)_t$ – średni z danego okresu wskaźnik „cena do wartości księgowej na jedną akcję”; $(P/BV)_{t-1}$ – średni z poprzedniego porównywalnego okresu wskaźnik „cena do wartości księgowej na jedną akcję”.

W związku z tym, odrębnie dla każdego okresu analizy, na podstawie informacji giełdowych z ostatniego dnia kolejnych kwartałów, obliczono dla badanych spółek średnią roczną wielkość P/BV i bezwzględną zmianę jej wartości w ciągu roku⁶. Z badania zostały usunięte spółki z ujemną wartością księgową kapitału własnego oraz przedsiębiorstwa, których akcje zostały przeniesione do notowań na rynku głównym GPW albo zostały wykluczone z obrotu na NC po 2011 r. W konsekwencji utworzony został panel, obejmujący stałą liczbę obserwacji dla całego analizowanego okresu, liczący 132 jednostki gospodarcze. Przyjęto, iż do poszczególnych faz migracji wartości zaliczać się będzie spółki, dla których różnica w wielkości średniorocznego P/BV wyniesie⁷:

- powyżej 0,15 – spółki w fazie przyływu wartości dla właścicieli,
- od (-0,15) do 0,15 – spółki w fazie stabilizacji,
- poniżej (-0,15) – spółki w fazie odpływu wartości.

⁶ Przyjęcie do uśrednienia wielkości wskaźnika P/BV z okresów kwartalnych było związane z faktem, iż spółki notowane na GPW w Warszawie ujawniają swoje wyniki finansowe, w tym księgową wartość kapitału własnego, w kwartalnych raportach okresowych.

⁷ Przyjęte wielkości przedziałów zmiany P/BV w czasie dla poszczególnych faz migracyjnych są zgodne z propozycją D. Siudaka (op. cit., s. 67-68).

Wyniki badania procesu migracji wartości badanej zbiorowości przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 3. Analizując je, można zaobserwować interesujące trendy w zakresie procesu migracji wartości dla właścicieli spółek notowanych w ASO w Polsce.

Tabela 3. Ilościowe parametry oceny zjawiska migracji wartości dla właścicieli spółek rynku NC

Wyszczególnienie	Lata 2011-2012	Lata 2012-2013	Lata 2011-2013
Statystyki opisowe zmiany średniej rocznej wielkości wskaźnika P/BV:			
– wartość maksymalna	699,10	71,38	698,32
– mediana	-0,3747	-0,0446	-0,5350
– wartość minimalna	-779,57	-67,57	-785,80
Liczba (i odsetek) badanych spółek w fazie:			
– przyływu wartości	40 (30,3%)	50 (37,8%)	41 (31,1%)
– stabilizacji wartości	19 (14,4%)	27 (20,5%)	12 (9,1%)
– odpływu wartości	73 (55,3%)	55 (41,7%)	79 (59,8%)
Mediana zmiany średniej rocznej wielkości wskaźnika P/BV dla badanych spółek w fazie:			
– przyływu wartości	0,7289	1,4598	1,3661
– stabilizacji wartości	0,0277	-0,0360	0,0072
– odpływu wartości	-1,6632	-0,9523	-1,9129

W okresie badawczym analizowane przedsiębiorstwa znajdowały się głównie w fazie odpływu wartości dla właścicieli, o czym świadczy ujemna wielkość mediany odchylenia bezwzględnego średniorocznego P/BV. Jest to zaprzeczeniem hipotezy mówiącej, iż spółki kapitałowe znajdujące się w początkowej fazie cyklu rozwoju, a takimi są podmioty notowane na rynku NC, powinny cechować się głównie przyływem wartości. Zaobserwowany efekt odmienny od spodziewanego może być ściśle powiązany ze strukturą badanych przedsiębiorstw. Uważa się bowiem, że przyływ wartości dotyczy rozwijających się jednostek funkcjonujących w sektorach innowacyjnych. Niestety, spółki z rynku NC częściej uruchamiają i prowadzą działalność przede wszystkim w sektorach tradycyjnych bądź w usługach, głównie finansowych. Przedsiębiorstw z sektorów zaliczanych do działalności innowacyjnej, opierających rozwój na nowych technologiach jest mniej niż połowa wszystkich spółek rynku NC [Szczepankowski, 2013, s. 180]. Prawdopodobnie ważniejszym czynnikiem sprawczym odmiennego od oczekiwanego kierunku migracji wartości w badanej zbiorowości jest bezpośrednia ocena przez inwestorów rynku ASO w Polsce. Ze względu na ograniczone dla emitentów wymogi informacyjne i kapitałowe oraz mniejsze bariery formalne związane z wprowadzaniem aktywów do obrotu, jest on traktowany jako niepewne miejsce wyceny wartości przedsiębiorstw. Rynek NC cechuje się w konsekwencji niską płynnością i skalą realizowanych na nim obrotów oraz nieatrakcyjną dla sprawności jego działania strukturą inwestorów, zainteresowanych

krótkoterminowymi (spekulacyjnymi) dochodami z tytułu zaangażowania kapitału, a nie długoterminowym przyrostem wartości posiadanych aktywów kapitałowych⁸.

W pełnym okresie badawczym (lata 2011-2013) spółki znajdujące się w fazie przyływu wartości stanowiły ok. 1/3 analizowanej zbiorowości. Przedsiębiorstwa w tej fazie migracji charakteryzowały się ponadto wysokim poziomem P/BV i bezwzględnej zmiany jego wielkości. Niewiele było natomiast przedsiębiorstw znajdujących się w fazie stabilizacji wartości (ok. 10% badanej zbiorowości). Zbyt wysoki był z kolei udział podmiotów zaliczonych do fazy odpływu wartości (ponad 60% ich liczby). Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż na rozpatrywaną sytuację miał wpływ pierwszy z oznaczonych w badaniu okresów (lata 2011-2012). W następnym roku zmiany w zakresie pozycjonowania spółek w poszczególnych fazach migracji wartości dla właścicieli były bardziej korzystne. Działania podjęte w 2013 r. przez organizatora rynku NC, a mające na celu wzmocnienie jego roli na polskim rynku kapitałowym poprzez podniesienie m.in. jakości aktywów będących przedmiotem obrotu, wdrożenie nowych obowiązków informacyjnych dla spółek ułatwiających inwestorom wycenę ich wartości, nabierają znaczenia w oddziaływaniu na stopniową poprawę kierunku migracji wartości dla właścicieli. Rokuje to wystąpieniem pozytywnych trendów w zmianach wartości kapitału własnego w przyszłych okresach rozwoju ASO i notowanych na nim przedsiębiorstw.

Analizując w ujęciu sektorowym proces migracji wartości dla właścicieli, dodatkowo zaobserwowano w trakcie badania, że spośród przedsiębiorstw znajdujących się w 2012 r. w fazie przyływu wartości, dominujący udział miały jednostki świadczące usługi inne oraz finansowe (30%), spółki nowych technologii (25%) oraz firmy handlowe (25%). W fazie odpływu wartości znalazły się natomiast jednostki z sektorów: budownictwa i nieruchomości (40%) oraz ochrony zdrowia i wypoczynku (20%). W 2013 r. w fazie przyływu wartości nadal znajdowały się przedsiębiorstwa z sektora usług innych i finansowych (24%) oraz firmy nowych technologii (18%). Nieco mniejszy był udział spółek handlowych (16%). Uwzględniając przedstawione informacje, można z ostrożnością przyjąć twierdzenie, iż w dłuższym czasie następuje stopniowy przyływ wartości do tych przedsiębiorstw z rynku ASO, które prowadzą aktywność gospodarczą w sektorach innowacyjnych, czy też mają nowy model działalności biznesowej, dopasowany do oczekiwań rynku i zmian zachodzących w otoczeniu konkurencyjnym.

⁸ Więcej na ten temat w: D. Kordela, *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw. Systematyka, organizacja, perspektywy rozwoju*. CeDeWu, Warszawa 2013, rozdz. 4 i 5.

Ciekawą obserwacją jest również określenie zmian w pozycji przedsiębiorstw w poszczególnych fazach migracji wartości. Spośród 40 spółek, które w 2012 r. były zakwalifikowane do podmiotów znajdujących się w fazie przyływu wartości, w kolejnym okresie rocznym tylko 7,5% z nich przeszło do fazy stabilizacji, a aż połowa do fazy odpływu wartości. Stopa odpływu wartości była bardzo wysoka i wyniosła średnio prawie 570%. Z kolei w grupie przedsiębiorstw, które rok wcześniej były zakwalifikowane do podmiotów w fazie odpływu wartości, 40,5% z nich awansowało do fazy przyływu i 17,5% do fazy stabilizacji wartości. Stopa przyływu wartości dla tej grupy spółek wyniosła średnio w ciągu roku 450%. Z fazy odpływu do przyływu wartości awansowały przede wszystkim spółki z sektorów tradycyjnych, głównie budowlane. Rezultaty te wskazują, iż zjawisko migracji wartości cechuje się silną niestabilnością, szczególnie w krótkich okresach, a umiejscowienie przedsiębiorstwa w danej fazie migracyjnej nie jest dla niego pozycją trwałą, szczególnie gdy jednostka gospodarcza nie realizuje efektywnej strategii tworzenia lub przynajmniej utrzymania wartości.

Istotnym wydaje się zatem wyodrębnianie czynników ekonomicznych sprzyjających i ograniczających migrację wartości. Pierwsze, próbne badania z tego zakresu, prowadzone na zbiorowości spółek rynku NC, zostały już podjęte. Uzyskane wyniki opublikowano w 2014 r., w materiałach międzynarodowej konferencji „Global Economy and Governance” [Szczepankowski, 2014]. Na podstawie danych finansowych przedsiębiorstw notowanych na rynku ASO w Polsce w latach 2008-2013 skonstruowano model ekonometryczny, w którym zmienną objaśnianą było odchylenie bezwzględne P/BV, a zmiennymi objaśniającymi wybrane wielkości finansowe traktowane jako wskaźniki fundamentalne spółek kapitałowych. Wykazano, iż statystycznie istotny i pozytywny wpływ na przyływ wartości do spółek rynku NC miały zmiany w wielkości aktywów oraz wskaźnika efektywności ich wykorzystania w generowaniu przychodów, zmiany w strukturze kapitału oraz wysokość stopy zwrotu z kapitału własnego, zaś odpływ wartości zależał od zmian zysku netto, aktywów oraz zadłużenia długoterminowego.

Podsumowanie

Największym problemem sprawnego funkcjonowania rynku ASO w Polsce jest brak wysokiej płynności aktywów. Mimo że GPW wprowadziła w ostatnim roku kilka istotnych zmian zwiększających przejrzystość rynku NC, to jednak zainteresowanie nim w środowisku inwestorów jest ciągle małe. Powoduje to

przeceny wartości kapitałów własnych zaangażowanych w spółki notowane w ASO. Jednym z czynników, który potencjalnie może to zmienić, staje się prowadzenie wielokryterialnej, kompleksowej analizy zarówno sytuacji finansowej przedsiębiorstw notowanych na NC, jak i trendów kształtowania się ich wartości rynkowej. Badanie migracji wartości dla właścicieli zarówno poszczególnych emitentów, jak i ich grup sektorowych, powinno skierować uwagę inwestorów na spółki notowane w polskim ASO. Należy jednak pamiętać, iż zjawisko migracji wartości jest niestabilne w czasie i wrażliwe na zmiany zachodzące zarówno w zakresie funkcjonowania przedsiębiorstw, jak i w ich otoczeniu. Konieczne staje się zatem kontynuowanie prowadzenia pogłębionych badań, które pozwolą wyodrębnić czynniki fundamentalne determinujące przyptywy i odpływy wartości spółek notowanych zarówno w ASO, jak i na rynku głównym GPW w Warszawie.

Literatura

- Batóg B., Batóg J. (2007), *Analiza finansowych czynników wzrostu wartości spółek publicznych. Zmienne prognozy na podstawie zmiennych*. „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 2 (194).
- Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw* (2007). W. Skoczylas (red.), PWE, Warszawa.
- Dobiegała-Korona B. (2006), *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa* [w:] B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Fama E.F., French K.R. (2007a), *Migration*. „Financial Analysts Journal”, Vol. 63, No. 6.
- Fama E.F., French K.R. (2007b), *The Anatomy of Value and Growth Returns*. „Financial Analyst Journal”, Vol. 63, No. 3.
- Klincewicz K. (2005), *Przemiany w branży high-tech i zjawisko migracji wartości*. „Studia i Materiały”, Nr 2, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Kordela D. (2013), *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw. Systematyka, organizacja, perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa.
- Marcinkowska M. (2000), *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Przewodnik po rynku NewConnect*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013.
- Schumpeter J.A. (2009), *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Siudak D. (2013), *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, C.H. Beck, Warszawa.

- Siudak M. (2000), *Analiza migracji wartości w Polsce*, [w:] R. Knosala (red.), *Komputerowo zintegrowane zarządzanie*, tom II, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa.
- Slywotzky A.J. (1996), *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business School Press, Boston.
- Slywotzky A.J., Morrison D.J., Andelman B. (2000), *Strefa zysku*. PWE, Warszawa.
- Szczepankowski P. (2014), *Determinants of Stock Value Migration. Evidence from the Alternative Investment Market in Poland*, materiały z konferencji międzynarodowej „Global Economy and Governance”, Bukareszt.
- Szczepankowski P. (2013), *Determinanty wartości rynkowej spółek kapitałowych wczesnej fazy rozwoju*. Wydawnictwo Vizja Press & IT, Warszawa.
- Zarządzanie wartością firmy* (1999). A. Herman, A. Szablewski (red.), Poltext, Warszawa.

SHAREHOLDERS VALUE MIGRATION OF COMPANIES QUOTED ON THE ALTERNATIVE TRADING SYSTEM IN POLAND

Summary: The article is an attempt to assess the shareholders value migration of companies quoted on the NewConnect market, the alternative trading system in Poland, carried on by the Warsaw Stock Exchange. These are mostly the start-up stock companies, in the early stage of the life cycle, often positioning their activities in innovative sectors. In the assessment of the phenomenon of shareholders value migration (net enterprise value) were used price to book value ratio (P/BV) and changes of it size in the analyzed periods. The aim of cognitive development is to determine the phase of the value migration of the enterprises which realized the dynamic increasing economical activity.

Keywords: shareholders value, value migration, alternative trading system, NewConnect market, Warsaw Stock Exchange.