

**Elżbieta Wrońska**

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

## **WARTOŚĆ DLA AKCJONARIUSZY – WARTOŚĆ WYTWORZONA A WARTOŚĆ ZREALIZOWANA**

### **1. Wstęp**

Od początku lat 90. coraz częściej wykorzystywanym kryterium decyzyjnym przy kształtowaniu strategii rozwoju przedsiębiorstw jest wartość dla akcjonariuszy. Uważa się, że celem nadrzędnym funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej winna być maksymalizacja wartości dla właściciela.

Konieczność przyjęcia perspektywy inwestora w procesie zarządzania przedsiębiorstwem wynika z faktu, że każdy inwestor stoi przed wieloma możliwościami inwestycyjnymi. Wybierze on taką lokatę kapitału, która przy podobnym poziomie ryzyka zapewni osiągnięcie najwyższej możliwej stopy zwrotu.

Oczekiwania inwestorów co do osiągnięcia wysokich dochodów z inwestycji w papiery wartościowe powodują, że również przedsiębiorstwa ukierunkowują swą działalność na realizowanie projektów zapewniających wysoką stopę zwrotu dla przedsiębiorstw. Albowiem źródłem dochodów osiąganych przez akcjonariuszy są dochody generowane przez przedsiębiorstwa.

### **2. Dwuetapowość procesu inwestowania kapitału**

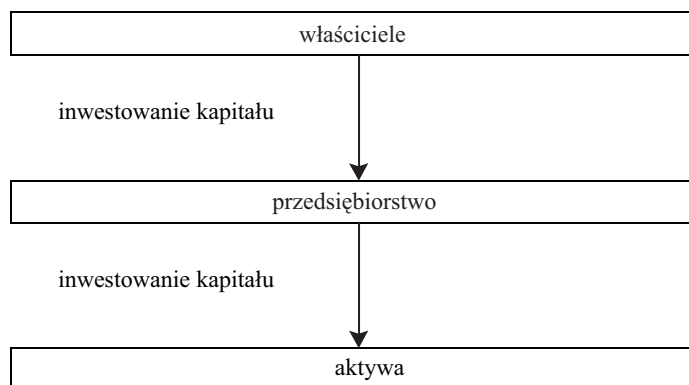
Do powstania i rozwoju podmiotu gospodarczego wymagane jest wniesienie kapitału właścicieli. Prowadzenie działalności przez przedsiębiorstwo wymaga zaś wyposażenia podmiotu w aktywa. Funkcjonowanie przedsiębiorstwa może wiązać się więc z dwoma etapami procesu inwestowania kapitału [Duliniec 2007, s. 49]:

- etap 1 – inwestowanie kapitału w przedsiębiorstwo przez właścicieli,
- etap 2 – inwestowanie kapitału przez przedsiębiorstwo w aktywa.

Powyższy proces inwestowania kapitału można graficznie zaprezentować w sposób ujęty na rys. 1.

Wyodrębnienie dwóch etapów inwestowania powoduje, że konieczne staje się rozróżnienie stopy zwrotu przedsiębiorstwa i stopy zwrotu dla akcjonariuszy. Pod-

stawą określenia stopy zwrotu dla przedsiębiorstwa są efekty operacji związanych z majątkiem trwałym i obrotowym. Natomiast określenie stopy zwrotu dla akcjonariuszy opiera się na dochodach osiągniętych przez właścicieli [Cwynar, Cwynar 2002, s. 184]. Z dwuetapowości procesu inwestowania wynika, że inwestorzy, dostarczając kapitał, nie realizują stopy zwrotu bezpośrednio z dokonanej lokaty, lecz pośrednio – przez przedsiębiorstwo i efekty decyzji zarządu przedsiębiorstwa dotyczące wykorzystania zgromadzonego kapitału [Duliniec 2007, s. 50-51].



Rys. 1. Dwuetapowy proces inwestowania kapitału w przedsiębiorstwie

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Duliniec 2007, s. 50].

Powyższy dualizm procesu inwestowania i osiągniętych stóp zwrotu ma szczególne znaczenie w procesie stosowania koncepcji zarządzania ukierunkowanego na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Oznaczać bowiem może, że efekty działalności przedsiębiorstwa nie znajdują bezpośredniego odzwierciedlenia w cenach akcji i oddziałują wyłącznie pośrednio na dochody uzyskiwane przez akcjonariuszy.

### 3. Procesy tworzenia i realizacji wartości dla akcjonariuszy

Możliwości zwiększania majątku właściciela zależą od uzyskiwanych przez niego dochodów. Dochód dla akcjonariuszy składa się przede wszystkim z dywidendy (lub innych wypłat o charakterze gotówkowym na rzecz akcjonariusza) oraz wzrostu wartości zgromadzonego majątku w postaci inwestycji w akcje/udziały. Podstawą dokonywania wypłat dywidend oraz wzrostu wartości udziałów są dochody wygenerowane przez przedsiębiorstwo, w akcje którego dokonana została inwestycja kapitału.

Na podstawie opisanych powyższych zależności można stwierdzić, że w ramach zarządzania wartością dla akcjonariuszy należy wyodrębnić dwa etapy:

- etap tworzenia wartości oraz
- etap realizacji wartości.

W procesie prowadzenia działalności gospodarczej następuje pozyskiwanie oraz wykorzystywanie posiadanych zasobów, dostarczanie konkurencyjnych produktów na rynki towarowe oraz generowanie przychodów ze sprzedaży oraz dochodów. Działania te składają się na cykl tworzenia wartości.

Działania obejmujące komunikowanie wyników inwestorom, przekazywanie im wypracowanej przez przedsiębiorstwo nadwyżki finansowej, ocenę efektów działań przez inwestorów stanowią składowe cyklu realizacji wartości.

Cykl tworzenia i realizacji wartości można opisać jako współzależności wzajemnie się warunkujące, a zachodzące pomiędzy działaniami podejmowanymi przez przedsiębiorstwo w ramach ukierunkowania na tworzenie wartości dla akcjonariuszy a procesami wyceny akcji oraz otrzymywaniem dywidend przez akcjonariuszy zachodzących na rynku kapitałowym.

Z powyższych rozważań wynika, że rozróżnić należy:

- wartość dla akcjonariuszy tworzoną na poziomie przedsiębiorstwa, wynikającą z efektywności zaangażowania przez przedsiębiorstwo kapitałów (tzw. wartość wytworzona, wartość wewnętrzna, *shareholders' value*),
- wartość dla akcjonariuszy na poziomie rynku kapitałowego, wynikającą z osiągniętych przez inwestorów dochodów z inwestycji w akcje spółki (tzw. wartość zrealizowana, związana z rynkową wartością i majątkiem akcjonariuszy, *shareholders' wealth*).

Wartość wewnętrzna oparta jest na dochodach generowanych przez przedsiębiorstwo. Natomiast wartość rynkowa jest pochodną bieżących kursów giełdowych odzwierciedlających nie tyle rzeczywiste dochody generowane przez przedsiębiorstwo na rzecz inwestorów, co raczej oczekiwania i oceny inwestorów dotyczące tych dochodów. Kursy rynkowe wynikają z pewnego szacunku oczekiwanej wartości wewnętrznej, ale nie są bezpośrednio ich odzwierciedleniem [Michalski 2001b, s. 16]. Owe oczekiwania dotyczące potencjału zarobkowego przedsiębiorstwa mogą podlegać w danej chwili znacznym zaburzeniom. Inwestorzy mogą się bowiem sugerować np. aktualnym i oczekiwanym poziomem płynności rynku oraz oczekiwaniami co do zachowań innych inwestorów czy rynków [Michalski 2001a, s. 106].

Możliwość powstania odchyłań między dochodami osiąganymi faktycznie przez akcjonariuszy a dochodami potencjalnie dostępnymi akcjonariuszom potwierdza konieczność dokonania rozróżnienia między wartością wewnętrzną kapitałów własnych (wartością wytworzoną dla akcjonariuszy, *shareholders' value*) a wartością dla akcjonariuszy (majątkiem akcjonariuszy, *shareholders' wealth*). Wartość wewnętrzna wynika z wygenerowanych wolnych strumieni pieniężnych generowanych dla akcjonariuszy. Wartość rynkowa dla akcjonariuszy jest z kolei wypadkową m.in. wartości wewnętrznej, efektywności rynku kapitałowego oraz ostatecznie otrzymanych dochodów przez właścicieli [Michalski 2001b, s. 21].

#### 4. Miary wytworzonej wartości dla akcjonariuszy

Wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa wynika z dochodów generowanych przez przedsiębiorstwo, które to dochody są przekazywane na rzecz inwestorów. Dotychczasowy dorobek teoretyczno-praktyczny wskazuje, że dochody te mają główne źródło w tzw. wolnych strumieniach gotówkowych dla akcjonariuszy (*Free Cash Flow to Equity* – FCFE). Wartość tych przepływów pieniężnych ustala się w sposób następujący:

$$\text{FCFE} = \text{EBiT} \times (1-T) + \text{amortyzacja} - \text{nakłady w kapitał obrotowy netto} - \text{nakłady w majątek trwały} - \text{koszty odsetkowe} \times (1-T) \pm \text{zaciągnięcie/spłata kapitałów obcych.}$$

FCFE jest to miara nadwyżki finansowej, wskazująca na nadwyżkę przychodów ze sprzedaży ponad koszty operacyjne, zapłacony podatek, konieczne nakłady inwestycyjne w majątek trwały i obrotowy netto, a także przepływy należne dostawcom kapitału obcego z tytułu płatności odsetkowych oraz spłaty zadłużenia. Tak ustalona nadwyżka obejmuje strumienie pieniężne należne wyłącznie właścicielom. FCFE jest jednocześnie źródłem dochodu dla akcjonariuszy. FCFE to wartość pozostawiana do dyspozycji akcjonariuszom. Z tej kwoty właściciele winni móc przede wszystkim pokryć koszt kapitału własnego. Pozostała po tej korekcie nadwyżka to dodatkowa wartość dla akcjonariuszy.

Kwoty należne akcjonariuszom mogą być przekazane właścicielom w różnych formach: dywidendy, wykupu akcji związanego z ich umorzeniem, wzrostu wartości akcji [Michalski, 2001b, s. 95].

Wyliczona wielkość wolnych przepływów pieniężnych należnych akcjonariuszom może być odniesiona do wartości kapitałów własnych (FCFE/E). Relacja ta pozwoli w ujęciu relatywnym określić tworzony dochód dla właścicieli i określić stopę zwrotu z kapitałów zaangażowanych przez właścicieli.

#### 5. Miary zrealizowanej wartości dla akcjonariuszy

Miarą korzyści uzyskanych przez właścicieli z kapitału zainwestowanego w danym okresie jest całkowity zwrot dla akcjonariuszy, na który składają się dochody z:

- otrzymanych w danym okresie dywidend,
- otrzymanych w danym okresie innych płatności, np. związanych z wykupem akcji przez przedsiębiorstwo,
- wzrostu wartości rynkowej posiadanych walorów.

Powszechnie stosowaną miarą uzyskanych dochodów jest stopa całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy (*Total Shareholder Return* – TSR), która jest miarą względną uzyskanych w analizowanym okresie dochodów do wartości inwestycji. Wskaźnik TSR jest ustalany przy uwzględnieniu wypłaconych w danym okresie dy-

widendi i innych płatności gotówkowych na rzecz akcjonariuszy oraz zanotowanego przyrostu cen akcji. Stopa zwrotu osiągnięta w danym roku przez akcjonariuszy ustalana jest w sposób następujący:

$$TSR = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0},$$

gdzie:  $D_1$  – wypłacone w danym okresie dywidendy i inne płatności gotówkowe na rzecz akcjonariuszy,

$P_1$  – kurs giełdowy na początek okresu,

$P_0$  – kurs giełdowy na koniec okresu.

Osiągana przez akcjonariuszy stopa zwrotu winna być porównana z oczekiwaną stopą zwrotu bądź też stopą zwrotu z innych dostępnych dla inwestora lokat kapitału. Wyniki tego porównania pozwolą określić, czy inwestycja w akcje jest atrakcyjna czy też realizowane dochody w związku z posiadaniem akcji są niesatysfakcjonujące dla inwestora.

## 6. Wartość dla akcjonariuszy wytworzona i zrealizowana w świetle badań

Wyniki badań teoretycznych wskazują na potrzebę rozróżniania wartości wytworzonej i zrealizowanej. Celowe jest zatem podjęcie badań empirycznych, które pozwolą sprawdzić, czy istnieje różnica między tymi wartościami.

Przedmiotem analiz dla potrzeb niniejszego opracowania jest:

- określenie wysokości wartości wytworzonej przez przedsiębiorstwo w kolejnych latach, mierzonej wolnymi przepływami pieniężnymi dla akcjonariuszy (FCFE), oraz stopy zwrotu wygenerowanej przez przedsiębiorstwo, mierzonej relacją wolnych przepływów pieniężnych do wartości kapitału własnego (FCFE/E),
- określenie dochodów realizowanych przez akcjonariuszy z tytułu wzrostu kursu giełdowego oraz dochodów gotówkowych, a także stopy zwrotu osiągniętej przez inwestora, liczonej jako relacja łącznych dochodów akcjonariusza do wartości akcji z pierwszego dnia kolejnego roku (TSR).

Przeprowadzone badania i ich wyniki pozwolą stwierdzić, czy istnieje różnica między wartością tworzoną przez przedsiębiorstwa a wartością zrealizowaną przez akcjonariuszy.

Badaniami objęto spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dobrano 8 podmiotów reprezentujących branżę chemiczną zgodnie z klasyfikacją przyjętą przez GPW. Dobór podmiotów do badań nie miał charakteru losowego. Przy doborze spółek kierowano się kryterium konieczności zapewnienia danych finansowych ze sprawozdań finansowych badanych spółek oraz zapewnienia informacji o notowaniach kursów akcji w analizowanym okresie 2002-2006.

Analizując dane finansowe, można było stwierdzić, że przeciętna wartość FCFE przypadająca na 1 akcję dla wszystkich badanych spółek w całym analizowanym okresie wyniosła 1,61 zł, a średnia wartość całkowitego dochodu na 1 akcję osiąganego przez akcjonariuszy wyniosła 12,91 zł. Z porównania tych wielkości wynika, że dochód uzyskany przez akcjonariuszy był w analizowanym okresie znacznie (8-krotnie) większy niż dochód generowany przez spółki na rzecz akcjonariuszy (FCFE).

Odchylenie standardowe dla FCFE na 1 akcję wyniosło 5,82 zł, a współczynnik zmienności 3,61. Oznacza to, że dochód generowany przez badane podmioty na rzecz akcjonariuszy wahał się wokół wartości średniej 1,61 zł  $\pm$  5,82 zł, co stanowi 361% wartości średniej. Stwierdzić można, że dochody generowane przez badane podmioty wykazywały znaczne wahania.

Odchylenie standardowe dla całkowitego dochodu osiąganego na 1 akcję przez akcjonariuszy wyniosło 37,83 zł, a współczynnik zmienności wyniósł 2,93. Oznacza to, że dochody osiąganego przez akcjonariuszy wahały się wokół wartości średniej 12,91 zł  $\pm$  37,83 zł, co stanowi 293% wartości średniej. Stwierdzić można, że również w przypadku dochodów osiąganego przez akcjonariuszy widoczne są znaczne wahania.

Dla analizowanych danych (8 spółek, 5 lat) ustalono również zależność przy wykorzystaniu współczynnika korelacji liniowej Pearsona. Współczynnik korelacji między wytworzoną wartością dla akcjonariuszy (FCFE) a osiągniętym przez akcjonariuszy dochodem wyniósł 0,2041. Poziom wskaźnika oznacza, że nie występuje zależność między analizowanymi kategoriami.

Analizując wielkości względne, ustalono, że przeciętna wartość współczynnika FCFE/E dla wszystkich badanych spółek w całym analizowanym okresie wyniosła 7,27%, a średnia TSR 86,16%. Również te wielkości potwierdzają, że wartość stopy zwrotu osiąganego przez akcjonariuszy jest wyższa (niemalże 12-krotnie) niż stopy zwrotu generowanej przez badane podmioty.

Odchylenie standardowe dla FCFE/E wyniosło 25,70 punktu procentowego, co oznacza, że stopa dochodu generowana przez spółki różniła się od średniej o 7,27%  $\pm$  25,70 punktu procentowego. Współczynnik zmienności wyniósł więc 3,53.

Odchylenie standardowe dla TSR wyniosło 175,11 punktu procentowego, a współczynnik zmienności 2,03. Oznacza to, że stopa dochodu osiąganego przez akcjonariuszy różniła się od średniej o 86,16%  $\pm$  175,11 punktu procentowego.

Dla analizowanych danych również ustalono zależność przy wykorzystaniu współczynnika korelacji liniowej Pearsona. Współczynnik korelacji między stopą zwrotu wygenerowaną przez przedsiębiorstwo (FCFE/E) a osiągniętą przez akcjonariuszy stopą zwrotu (TSR) wyniósł 0,2096. Poziom wskaźnika oznacza, że nie występuje zależność między analizowanymi kategoriami.

Kolejnym etapem analiz było przeprowadzenie testów istotności dla ustalonego poziomu korelacji między dochodami generowanymi przez spółki dla akcjonariuszy oraz dochodami osiąganymi przez inwestorów. Za hipotezę zerową przyjęto

sformułowanie o braku występowania zależności między tymi dwiema kategoriami (na podstawie uzyskanych wyników wyliczeń zaprezentowanych powyżej). Za hipotezę alternatywną zaś przyjęto założenie o występowaniu zależności między tymi dwiema analizowanymi cechami (hipoteza dotyczy obszaru dwustronnego). Poziom istotności przyjęto w wysokości 5% (szerzej na temat teoretycznych podstaw weryfikacji hipotez statystycznych, stosowanych testów i zasad ich przeprowadzania oraz interpretowania uzyskanych dzięki nim wyników w: [Sobczyk 2006, s. 121 i nast.]). W wyniku przeliczeń możliwe jest stwierdzenie braku podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej. Takie stwierdzenie oznacza, że związek między badanymi zmiennymi nie jest statystycznie istotny.

## 7. Podsumowanie

W podsumowaniu można stwierdzić, że wartość wytworzona przez badane przedsiębiorstwa jest znacznie odmienna od wartości zrealizowanej przez akcjonariuszy. Dodatkowo należy zauważyć, że wartość zrealizowana przez akcjonariuszy jest kilkukrotnie wyższa od wartości wytworzonej.

Wyniki analiz empirycznych pozwalają na potwierdzenie spostrzeżenia o różnicy między dochodami generowanymi przez podmioty (wartością wewnętrzną) a dochodami osiąganymi przez akcjonariuszy (zależnymi od wartości zewnętrznej). Wartość wewnętrzną wynika z wygenerowanych wolnych strumieni pieniężnych generowanych dla akcjonariuszy. Wartość rynkowa dla akcjonariuszy jest z kolei wypadkową m.in. wartości wewnętrznej, oczekiwań inwestorów, efektywności rynku kapitałowego oraz ostatecznie otrzymanych dochodów przez właścicieli.

Wyniki przeprowadzonych badań empirycznych potwierdziły spostrzeżenie, że wartość tworzona przez przedsiębiorstwa nie przekłada się bezpośrednio na wartość osiąganą przez akcjonariuszy na rynku kapitałowym. Można stwierdzić, że gdyby rynek kapitałowy był efektywny, wówczas wszystkie publicznie dostępne informacje dotyczące bieżącej sytuacji znalazłyby odzwierciedlenie w cenach akcji tej spółki, a wartość rynkowa takiej spółki byłaby bliska wartości ekonomicznej [Duliniec 2007, s. 70-71].

Utrzymywanie się różnicy między wartością ekonomiczną a rynkową może oznaczać, że akcje tej spółki są przewartościowane lub niedowartościowane. Rozbieżność między wartością rynkową a wartością ekonomiczną przedsiębiorstwa może wynikać z ograniczonego dostępu inwestorów do pełnej informacji o kondycji spółki i o perspektywach jej rozwoju bądź z oceny dokonanej przez inwestorów odmiennej niż ocena dokonana przez przedsiębiorstwo. Może być także rezultatem uwzględniania w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych przez akcjonariuszy informacji innych niż te płynące bezpośrednio ze spółki.

## Literatura

- Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, FRRwP, Warszawa 2002.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Michalski M., *Metody podwyższania wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy*, [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, NOVUM, Płock 2001a.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2001b.
- Sobczyk M., *Statystyka – aspekty praktyczne i teoretyczne*, Wyd. UMCS, Lublin 2006.

## SHAREHOLDERS' VALUE VERSUS SHAREHOLDERS' WEALTH

### Summary

Firms raise funds by selling ownership interest to shareholders. The funds raised in this way become the pool of funds, which are invested in the fixed and current assets. It means that there are two phases of investments. The first one is when the shareholders buy the company's securities. The second one is when the company buys assets to run business. These two phases of investment mean that it is necessary to make out the difference between shareholders' wealth and shareholders' value.

The shareholders' wealth is created on the financial market and consists of dividends and raise in the price of stocks (Total Shareholder Return ratio). The shareholders' value is created by the company and depends on cash flow (Free Cash Flow to Equity to Equity ratio). It is possible that shareholders' wealth and shareholders' value would differ. The aim of this article is to describe the research carried out on the subject of the difference between TSR ratio and FCFE/ E ratio. The research is done in 8 public limited companies. The outcome of this research shows that TSR differed considerably from FCFE/E and that TSR was much higher than FCFE/E.