

Alina Szewc-Rogalska

Uniwersytet Rzeszowski

KONIUNKTURALNE I SEKTOROWE UWARUNKOWANIA KREACJI WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

Streszczenie: Celem pracy jest określenie, w jakim stopniu kryzys na rynku finansowym i zmiany koniunktury gospodarczej oraz zróżnicowanie sektorowe wpływają na kreację wartości dla akcjonariuszy (na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie). Ze względu na kryterium stopy zwrotu z subindeksu sektorowego wyróżniają się sektor paliwowy i media. Relacja ceny rynkowej do wartości księgowej akcji osiągała najwyższy poziom w sektorze mediów i przemysłu spożywczego, a także w budownictwie i telekomunikacji. Najwyższą stopę dywidendy wykazywała telekomunikacja i przemysł spożywczy. Wymienione sektory ujawniały wysoką zdolność do kreacji wartości głównie w okresie korzystnej koniunktury giełdowej, a podczas jej pogorszenia – wykazywały mniejszą destrukcję wartości niż w pozostałych sektorach.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, spowolnienie gospodarcze, wartość dla akcjonariuszy.

DOI: 10.15611/nof.2014.1.07

1. Wstęp

Czynniki determinujące kreację wartości dla akcjonariuszy są przedmiotem toczącej się w literaturze krajowej i zagranicznej wielowątkowej dyskusji w ramach koncepcji *Shareholder Value (SHV)*. W rozważaniach teoretycznych i badaniach empirycznych uwzględnia się różne obszary kreacji wartości dla akcjonariuszy, tj. zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstw, zwłaszcza wartości kapitału własnego, kształtowanie się cen rynkowych akcji, wysokość stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego przez akcjonariuszy, politykę wypłatę dywidend. Tak ujmowana kreacja wartości dla akcjonariuszy jest uzależniona m.in. od struktury kapitału, sposobu podziału zysku netto [Horbaczevska 2012], formy dystrybucji wartości dla akcjonariuszy [Słoński, Zawadzki 2011, s. 488-500; Szyszka, Zaremba 2011, s. 512-525], jakości nadzoru korporacyjnego [Bhagat, Bolton 2008, s. 257-273; Marcinkowska 2008, s. 35-57], struktur własnościowych spółek giełdowych [Szewc-Rogalska 2012], czynników makroekonomicznych [Kowerski 2009, s. 254-267; Wypych 2011, s. 517-528] i sektorowych [Szewc-Rogalska 2009, s. 57-74]. Brak jednoznacznych

wyników dotychczasowych badań nad tzw. efektem sektorowym [Koralun-Bereźnicka 2009, s. 466-473; Matyjas 2012, s. 23-33] stanowi ważną przesłankę podejmowania dalszych analiz w tym zakresie.

Obserwowana w ostatnich latach duża zmienność sytuacji na rynku finansowym oraz koniunktury gospodarczej nasuwa pytanie dotyczące ich wpływu na zdolność spółek do kreacji wartości dla akcjonariuszy. Niezbędne jest również rozpoznanie, jaka jest odporność poszczególnych sektorów i branż gospodarki na wahania koniunkturalne i bariery rynkowe.

Celem niniejszej pracy jest określenie, w jakim stopniu turbulencje na rynku finansowym i zmienność koniunktury gospodarczej oraz zróżnicowanie sektorowe wpływają na kreację wartości dla akcjonariuszy przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przyjęto, że kreacja wartości dla akcjonariuszy jest postrzegana przez pryzmat kształtowania się stóp zwrotu z subindeksów sektorowych, mnożnika cen i wartości księgowej akcji oraz stopy dywidendy.

Zamiarem jest uzyskanie odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- które sektory i branże gospodarki wyróżniają się pod względem kreacji wartości dla akcjonariuszy i czy przejawia się to we wszystkich badanych aspektach kreacji wartości;
- czy wysoka zdolność niektórych branż do kreacji wartości dla akcjonariuszy ujawnia się zarówno w okresie korzystnej koniunktury giełdowej, jak i w okresie istotnych turbulencji i pogorszenia koniunktury na rynku finansowym?

2. Koncepcja i metoda badań wpływu uwarunkowań koniunkturalnych na kreację wartości w wybranych sektorach gospodarki

Przyjęta w niniejszej pracy koncepcja badań nawiązuje do specyfiki kryzysu na rynkach finansowych, którego pierwsze symptomy zaobserwowano w połowie 2007 r. w Stanach Zjednoczonych [Iwanicz-Drozdowska 2009, s. 59-72; Brzozowska, Flejterski 2009, s. 37-46]. Relatywnie szybko rozprzestrzenił się on na rynki finansowe innych państw, w tym Polski, a jego konsekwencje znalazły odzwierciedlenie również w sferze realnej, powodując tzw. spowolnienie gospodarcze [Wypych 2011, s. 517].

W ramach przyjętej koncepcji badań konieczne jest określenie koniunkturalnych uwarunkowań kreacji wartości i ich wpływu na kształtowanie się wybranych relacji finansowych w różnych sektorach gospodarki, co przedstawiono na rys. 1. Umożliwi to identyfikację najważniejszych nośników wartości o charakterze koniunkturalnym i sektorowym. Należy zauważyć, że nośniki wartości – w zależności od charakteru uwarunkowań koniunkturalnych – mogą przyjmować formę zarówno nośników kreacji wartości dla akcjonariuszy, jak i nośników destrukcji tych wartości.

Jak wynika z rys. 1, niestabilność rynku finansowego wywiera wpływ m.in. na zachowania inwestorów, ich oczekiwania co do poziomu preferowanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, sposób wyceny spółek przez inwestorów oraz dostęp-

ność i wiarygodności informacji, na podstawie których podejmowane są decyzje inwestycyjne. Spowolnienie gospodarcze prowadzi do pogorszenia warunków prowadzenia działalności gospodarczej i oddziałuje negatywnie na kondycję ekonomiczno-finansową spółek.

Należy dodać, że na coraz bardziej niestabilnym rynku kapitałowym decyzje inwestycyjne podejmowane są spontanicznie, w sposób nagły i mają charakter „zwierzęcego instynktu” [Akerlof, Shiller 2011, s. 217]. Występują zarówno okresy euforii, jak i silnego pesymizmu, co niewątpliwie przekłada się na bardzo dużą zmienność cen rynkowych akcji. Szczególnie nerwowe reakcje obserwowane są zazwyczaj w przypadku tzw. inwestorów portfelowych, w tym m.in. funduszy inwestycyjnych, zainteresowanych maksymalizacją stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w krótkim horyzoncie inwestycyjnym.

W warunkach dużej zmienności otoczenia gospodarczego i niestabilności na rynku finansowym wzrasta bowiem ryzyko finansowe, które – jak zauważa K. Jajuga [2007, s. 131] – jest związane z nieosiągnięciem oczekiwanego dochodu lub z odchyleniami od oczekiwanego dochodu. Ryzyko finansowe ma swoje źródło m.in. w zmianach cen na rynkach (ryzyko rynkowe), w możliwości niedotrzymania warunków kontraktów zawartych przez podmioty (ryzyko kredytowe, tzw. ryzyko kontrpartenera), w błędach w funkcjonowaniu wewnętrznych systemów podmiotów, nieoczekiwanych zdarzeniach w otoczeniu (ryzyko operacyjne). Należy również wymienić ryzyko płynności (np. związane z brakiem możliwości sprzedaży aktywów), ryzyko prawne oraz ryzyko biznesu (spowodowane zmianami warunków ekonomicznych prowadzenia działalności gospodarczej) [Jajuga 2007, s. 131]. Wzrost ryzyka inwestowania powoduje zmianę oczekiwań inwestorów, preferujących wyższe stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, na poziomie mającym przynajmniej zrekomensować poniesione ryzyko [Szewc-Rogalska 2012, s. 214].

Oczekiwania rynkowe inwestorów co do przyszłych wyników działalności spółki i jej perspektyw rozwojowych wywierają istotny wpływ na kreację wartości spółki i kreację wartości dla akcjonariuszy. W literaturze przyjmuje się, że jeżeli ekonomiczna wartość dodana (EVA) wypracowana przez spółkę jest wyższa od oczekiwań rynku (EVA oczekiwana przez rynek), to następuje kreacja wartości dla akcjonariuszy. Osiągana wówczas całkowita stopa zwrotu z akcji (TSR – *Total Shareholder Return*) jest wyższa od stopy progowej. Stopa progowa odzwierciedla oczekiwania akcjonariuszy, uwzględniające ryzyko inwestowania na rynku akcji. Konieczne jest bowiem generowanie takiego poziomu ekonomicznej wartości dodanej (EVA), która byłaby wyższa od oczekiwań inwestorów na rynku kapitałowym. Możliwa jest również kreacja dla akcjonariuszy w przypadku osiągnięcia przez spółkę ujemnej wartości EVA pod warunkiem, że poziom EVA generowanej przez spółkę jest wyższy od poziomu oczekiwanego przez rynek. Sytuacja taka występuje wówczas, gdy rynek spodziewa się większego pogorszenia kondycji finansowej spółki, niż w rzeczywistości ma to miejsce [Szewc-Rogalska 2012, s. 130].

Jak słusznie zauważa M. Bojańczyk [2011, s. 299]: „Im bardziej niestabilny rynek, tym trudniej uchwycić relacje cen rynkowych i wartości ustalonej na podstawie zdyskontowanych dochodów”. W świetle zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) o wartości przedsiębiorstwa decydują w dużym stopniu przepływy pieniężne z odległej przyszłości i wartość rezydualna. Pogorszenie wyników przedsiębiorstwa w jednym roku nie powoduje dużych zmian w wycenie za pomocą metody DCF. Natomiast inwestorzy pojmują wartość przede wszystkim w kontekście aktualnej złej kondycji finansowej przedsiębiorstwa i stanowi ona podstawę do oszacowania wartości rynkowej akcji. Na podstawie jednorocznych wyników inwestorzy często radykalnie zmieniają swoje wieloletnie prognozy i ocenę ryzyka [Dudycz, Brycz 2009, s. 315-326].

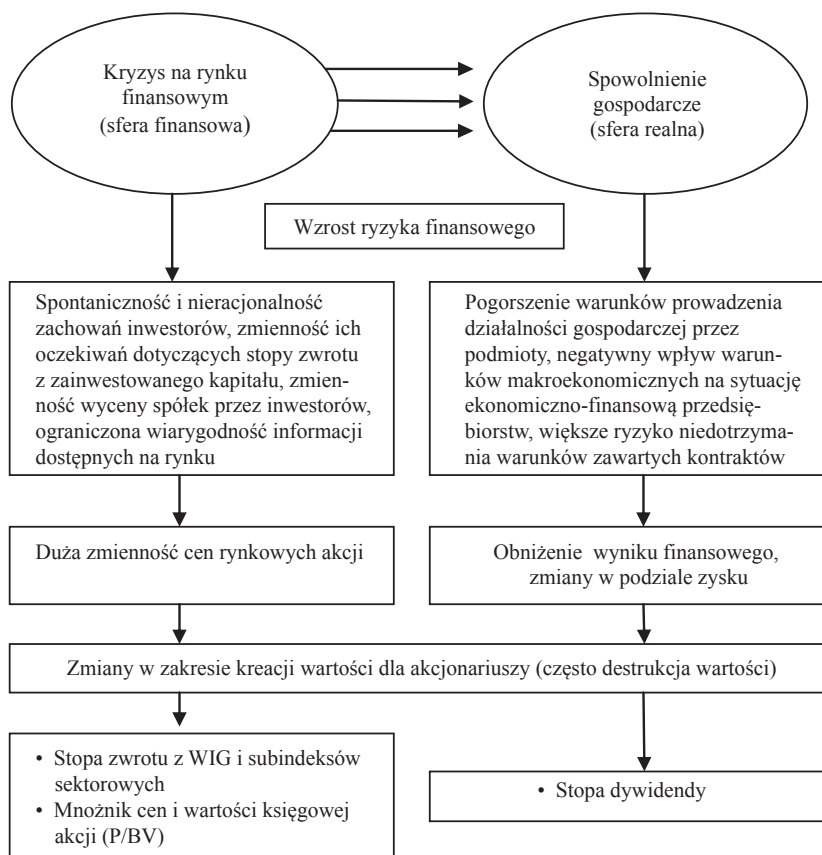
Kontynuując opis rys. 1, należy dodać, że niekorzystne tendencje na rynku finansowym i w gospodarce wywierają wpływ na wiele obszarów kreacji wartości dla akcjonariuszy. Powodują m.in. dużą zmienność cen rynkowych akcji, obniżenie stopy zwrotu z akcji, pogorszenie wyceny rynkowej akcji w porównaniu z ich wartością księgową. Ze znacznym opóźnieniem znajdują odzwierciedlenie w polityce podziału zysku spółek giełdowych i wypłacie dywidend dla akcjonariuszy.

Zróznicowany wpływ uwarunkowań koniunkturalnych na kształtowanie się kreacji wartości dla akcjonariuszy w poszczególnych sektorach gospodarki wynika ze specyficznych cech tych sektorów. Z punktu widzenia przyjętej koncepcji badań szczególnie ważne są takie cechy tych sektorów, jak np.: długość horyzontu inwestycyjnego, poziom ryzyka inwestycyjnego, poziom stopy zwrotu oczekiwanej przez inwestorów w odniesieniu do poszczególnych sektorów, poziom konkurencji w sektorze, kondycja finansowa spółek, stosowana polityka podziału zysku, struktura własnościowa spółek w sektorze itp.

Wpływ uwarunkowań koniunkturalnych i sektorowych na kreację wartości dla akcjonariuszy zostanie w niniejszej pracy określony w sposób pośredni. Umożliwiają to badania dotyczące kształtowania się wybranych wskaźników finansowych w różnych sektorach gospodarki w warunkach dużej zmienności sytuacji gospodarczej i niestabilności na rynku finansowym.

Jako miary kreacji wartości dla akcjonariuszy przyjęto stopę zwrotu z wybranych indeksów giełdowych, mnożnik cen i wartości księgowej akcji (P/BV) oraz stopę dywidendy¹. Uwzględniono WIG oraz subindeksy sektorowe, będące indeksami dochodowymi, tzn. uwzględniającymi ceny akcji, dochody z tytułu dywidend i praw poboru akcji. Badaniami objęto sektory i branże, które są reprezentowane przez subindeksy sektorowe występujące na GPW w Warszawie. Jako okres badań przyjęto lata 2007-2011. Uwzględniono wyłącznie subindeksy sektorowe występujące na GPW przez cały badany okres.

¹ Dobór miar kreacji wartości dla akcjonariuszy jest przedmiotem licznych dyskusji w literaturze, m.in. w pracach [Dudycz 2005, s. 208; Cwynar, Cwynar 2007, s. 16-65; Szewc-Rogalska 2012, s. 118-124].



Rys. 1. Wpływ uwarunkowań koniunkturalnych na kreację wartości dla akcjonariuszy

Źródło: opracowanie własne.

W celu wyodrębnienia sektorów i branż wyróżniających się pod względem kreacji wartości dla akcjonariuszy poddano ocenie kształtowanie się poziomu stop zwrotu z subindeksów sektorowych w porównaniu ze stopami zwrotu z WIG. Poziom mnożnika cen i wartości księgowej akcji oraz poziomu stopy dywidendy oceniano na tle poziomu tych wskaźników osiągniętych przez spółki giełdowe ogółem. Wyodrębniono głównie te sektory i branże, które uzyskiwały przewagę w tym zakresie przynajmniej w ciągu trzech lat spośród pięciu lat objętych analizą.

3. Kształtowanie się stopy zwrotu z indeksu WIG oraz subindeksów sektorowych w latach 2007-2011

Stopa zwrotu z indeksu WIG kształtowała się w badanym okresie na zróżnicowanym poziomie, który stanowi odzwierciedlenie zmiennych uwarunkowań koniunkturalnych na rynku kapitałowym w Polsce w latach 2007-2011 (tab. 1). Stopa zwrotu z WIG w 2007 r. wynosiła 10,4%, natomiast w 2008 r., uznawanym za okres kryzysu finansowego, stopa zwrotu była ujemna (-51,1%). Wyjątkowo niski poziom osiągnęła głównie pod wpływem negatywnych informacji napływających ze Stanów Zjednoczonych. Natomiast w 2009 r., czyli w okresie korzystnej koniunktury giełdowej, stopa zwrotu z indeksu WIG wynosiła 46,9% i należała do jednej z najwyższych w historii polskiego rynku giełdowego. W kolejnym roku dobrej koniunktury giełdowej stopa zwrotu z WIG ukształtowała się na poziomie 18,8%. Natomiast w 2011 r., czyli w okresie istotnej zmienności rynkowej, wywołanej turbulencjami w strefie euro, stopa zwrotu z WIG była ujemna (-20,8%).

Pod względem kreacji wartości dla akcjonariuszy wyróżniał się sektor paliwowy. Stopa zwrotu z WIG-PALIWA kształtowała się zazwyczaj na wyższym poziomie niż stopa zwrotu z WIG (z wyjątkiem 2009 r.). Stopa zwrotu z tego subindeksu osiągała relatywnie wysoki poziom głównie podczas korzystniejszych uwarunkowań na rynku kapitałowym. Natomiast w okresie wyraźnego pogorszenia koniunktury, tj. w 2008 r. i 2011 r., stopa zwrotu z WIG-PALIWA była wprawdzie ujemna, ale akcjonariusze spółek należących do tego subindeksu ponieśli mniejsze straty z tytułu inwestycji w akcje niż akcjonariusze spółek należących do indeksu WIG.

Tabela 1. Stopa zwrotu z indeksu WIG oraz subindeksów sektorowych

Indeksy giełdowe	Stopa zwrotu (w %)				
	2007	2008	2009	2010	2011
WIG	10,4	-51,1	46,9	18,8	-20,8
WIG-BANKI	12,2	-44,8	33,7	17,9	-21,7
WIG-BUDOW	12,6	-50,1	16,1	7,4	-54,7
WIG-DEWEL	-26,8	-73,1	124,8	-6,5	-51,3
WIG-INFO	0,5	-46,8	36,5	-4,6	-11,7
WIG-MEDIA	22,4	-47,5	16,7	25,9	-35,1
WIG-PALIWA	12,7	-46,8	28,9	26,4	-16,6
WIG-SPOZYW	-13,4	-59,2	126,2	48,1	-23,3
WIG-TELEKOM	-5,2	-12,8	1,9	12,7	10,3

Pogrubiono wskaźniki kształtujące się na wyższym poziomie niż dla gospodarki ogółem (reprezentowane przez spółki należące do indeksu WIG).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Rocznik Giełdowy 2008...2008, s. 18-64; Rocznik Giełdowy 2009..., s. 16-62; Rocznik Giełdowy 2010..., s. 17-67; Rocznik Giełdowy 2011..., s. 23-76; Rocznik Giełdowy 2012..., s. 23-77].

Do sektorów wyróżniających się w trzech latach badanego okresu (spośród pięciu rozpatrywanych lat) pod względem kreacji wartości dla akcjonariuszy należą media. W latach 2007-2008 i w 2010 r. stopa zwrotu z WIG-MEDIA kształtowała się na wyższym poziomie niż stopa zwrotu z WIG. Stopa zwrotu z indeksu WIG-BANKI osiągała w latach 2007-2008 wyższy poziom niż stopa zwrotu z WIG, natomiast w latach 2009-2011 obserwowano odmienne relacje. Analogiczne tendencje stwierdzono w przypadku kształtowania się stóp zwrotu z indeksu WIG-BUDOW. Jednakże w ostatnich trzech latach badanego okresu dysproporcje pomiędzy stopą zwrotu z indeksu spółek budowlanych a stopą zwrotu z WIG były znacznie większe niż analogiczne dysproporcje w przypadku banków.

Informatyka i telekomunikacja osiągały w latach 2007 i 2009-2010 niższe stopy zwrotu w porównaniu ze stopą zwrotu z WIG. Natomiast w 2008 i 2011 r., czyli w okresie szczególnie niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym, wyróżniały się relatywnie najniższym poziomem strat generowanych dla akcjonariuszy bądź nawet wykazały dodatnią stopę zwrotu z subindeksu sektorowego (WIG-TELEKOM w 2011 r.). Branża deweloperska należała w badanym okresie do branż generujących największe straty dla akcjonariuszy. W latach 2007-2008 oraz 2010-2011 wykazywała ujemną stopę zwrotu z indeksu WIG-DEWEL. Jedynie w 2009 r. osiągnęła ponadprzeciętną stopę zwrotu z tego indeksu (blisko 125%). Ze względu na kryterium kreacji wartości należy również negatywnie ocenić przemysł spożywczy w latach 2007-2008 i w 2011 r. Świadczy o tym ujemna stopa zwrotu z indeksu WIG-SPOŻYW, informująca o generowaniu strat dla akcjonariuszy. Natomiast w latach 2009-2010 przemysł spożywczy wyróżniał się pod względem wysokiego poziomu stóp zwrotu z indeksu WIG-SPOŻYW, znacznie wyższego od stóp zwrotu z indeksu WIG.

4. Zmiany poziomu mnożnika cen i wartości księgowej akcji spółek w wybranych sektorach i branżach

Z analizy kształtowania się mnożnika cen i wartości księgowej akcji (P/BV) wynika, że spółki giełdowe (ogółem) najkorzystniej były wyceniane przez inwestorów w 2007 r. (tab. 2). Cena rynkowa akcji była wówczas 2,5-krotnie wyższa od ich wartości księgowej. W latach 2009-2010 przewaga ta była znacznie mniejsza. Natomiast w 2008 r. i 2011 r. cena rynkowa akcji spółek giełdowych kształtowała się na poziomie niższym od ich wartości księgowej.

Ze względu na kryterium wyceny rynkowej akcji (P/BV) wyróżniały się media i przemysł spożywczy. W całym badanym okresie osiągały znacznie wyższy poziom mnożnika cen i wartości księgowej akcji niż poziom tego wskaźnika dla ogółu spółek giełdowych. Wartość rynkowa akcji spółek zaliczanych do sektora mediów była zazwyczaj 2,0-4,4-krotnie wyższa od ich wartości księgowej. W przypadku spółek przemysłu spożywczego relacja ta wynosiła zazwyczaj 1,8-3,6.

Do grupy sektorów charakteryzujących się relatywnie wysoką wyceną rynkową akcji należy zaliczyć budownictwo i telekomunikację. W czterech spośród pięciu lat badanego okresu wykazywały wyższy poziom wskaźnika P/BV niż w przypadku ogółu spółek giełdowych.

Tabela 2. Mnożnik cen i wartości księgowej akcji w wybranych sektorach i branżach

Sektor	Mnożnik cen i wartości księgowej akcji (P/BV)				
	2007	2008	2009	2010	2011
Ogółem	2,45	0,96	1,12	1,15	0,88
Banki	2,48	0,84	0,94	0,86	0,61
Budownictwo	4,37	1,72	1,77	1,79	0,77
Deweloperzy	2,62	0,22	0,74	0,94	0,49
Informatyka	2,35	1,06	1,19	1,08	0,68
Media	4,35	2,69	2,86	3,39	1,95
Przemysł paliwowy	1,73	0,81	0,91	1,07	0,74
Przemysł spożywczy	3,57	1,56	2,51	3,31	1,84
Telekomunikacja	1,76	1,40	1,29	1,50	1,48

Pogrubiono wskaźniki kształtujące się na wyższym poziomie niż dla gospodarki ogółem (reprezentowane przez spółki należące do indeksu WIG).

Źródło: jak do tab. 1.

Cena rynkowa akcji spółek informatycznych w latach 2007-2010 kształtowała się na wyższym poziomie od ich wartości księgowej, przy czym w okresie 2008-2009 była korzystniejsza niż dla ogółu spółek giełdowych. Banki i branża deweloperska osiągały jedynie w 2007 r. badany wskaźnik na poziomie 2,5-2,6, czyli wyższym niż dla ogółu spółek. Natomiast w pozostałych latach badanego okresu były nisko wyceniane przez rynek kapitałowy, często najniższej spośród badanych sektorów i branż. W całym badanym okresie mnożnik ceny i wartości księgowej akcji spółek przemysłu paliwowego kształtował się na niższym poziomie niż dla ogółu spółek giełdowych.

5. Tendencje zmian stopy dywidendy w wybranych sektorach i branżach

Stopa dywidendy w 2007 r. wyznaczona dla ogółu spółek giełdowych wynosiła 1,6%, po czym w 2008 r. osiągnęła wyjątkowo wysoki poziom, tj. 6,9% (tab. 3). Kwota dywidend wypłaconych w 2008 r. (12,3 mld zł) należała do jednej z najwyższych w historii GPW. Dywidenda wypłacana w 2008 r. stanowiła rezultat podziału zysku netto wygosparowanego przez spółki w 2007 r., a więc w okresie korzystniej-

szej koniunktury niż w 2008 r. W 2009 r. odczuwane były skutki spowolnienia gospodarczego, a liczba spółek wypłacających dywidendy zmniejszyła się z 95 do 89. Kwota wypłacanych dywidend była mniejsza o ponad 37% w porównaniu z rokiem poprzednim². Znalazło to odzwierciedlenie w obniżeniu się wskaźnika stopy dywidendy o 5 punktów proc., tj. do poziomu 1,9%. Poprawie koniunktury gospodarczej w 2010 r. towarzyszył wzrost wypłacanych dywidend aż o 50% i wzrost stopy dywidendy do poziomu 2,4%. W 2011 r. – pomimo ponownego pogorszenia się sytuacji na rynku kapitałowym – nastąpił dalszy wzrost stopy dywidendy do poziomu 4,1%, jako konsekwencja podziału zysku wygospodarowanego w roku poprzednim.

Tabela 3. Stopa dywidendy w wybranych sektorach i branżach

Sektor	Stopa dywidendy (w %)				
	2007	2008	2009	2010	2011
Ogółem	1,6	6,9	1,9	2,4	4,1
Banki	1,2	9,3	0,3	2,0	4,0
Budownictwo	0,1	0,5	1,5	1,8	4,5
Deweloperzy	0,2	3,8	0,2	0,2	2,2
Informatyka	0,8	1,6	1,6	2,0	3,1
Media	1,4	2,3	3,3	1,9	0,6
Przemysł paliwowy	1,8	6,5	1,0	0,7	1,0
Przemysł spożywczy	2,5	4,3	3,5	2,9	3,3
Telekomunikacja	5,5	7,3	8,0	7,6	7,8

Pogrubiono wskaźniki kształtujące się na poziomie wyższym niż dla gospodarki ogółem (reprezentowane przez spółki należące do indeksu WIG).

Źródło: jak do tab. 1.

Telekomunikacja wyróżniała się w całym badanym okresie pod względem poziomu stopy dywidendy. Kształtowała się na wyjątkowo wysokim poziomie, tj. 5,5-8,0%. Wysoka stopa dywidendy jest charakterystyczna dla przemysłu spożywczego, tj. od 2,5-4,3%, przy czym w 2007 r. i w latach 2009-2010 kształtowała się na wyższym poziomie niż przeciętna stopa wyznaczona dla ogółu spółek. Przemysł paliwowy 2-krotnie w badanym okresie wykazywał stopę dywidendy wyższą od przeciętnej dla spółek giełdowych (w latach 2007-2008 odpowiednio: 1,8% oraz 6,5%).

Sektor bankowy osiągnął w 2008 r. rekordowo wysoką stopę dywidendy, tj. 9,3%. Ponadto w 2011 r. była ona tylko nieznacznie niższa od przeciętnej stopy dywidendy dla ogółu spółek giełdowych. Należy podkreślić, że w 2009 r. w sektorze

² Szerzej na temat wpływu spowolnienia gospodarczego na politykę dywidend w pracy [Wypych 2011, s. 517-528].

bankowym nastąpiło niespotykane w żadnym innym sektorze wyjątkowo znaczące obniżenie się poziomu wskaźnika stopy dywidendy do poziomu 0,3%, czyli aż o 9 punktów proc. Zgodnie z zaleceniami Komisji Nadzoru Finansowego większość banków podjęła wówczas decyzję o zatrzymaniu zysków i rezygnacji z wypłat dywidend. Jedynie PKO BP nadal wypłacał dywidendy, w tym m.in. na rzecz Skarbu Państwa, będącego jego dominującym akcjonariuszem. W 2010 r. tylko niektóre banki podjęły decyzję o transferze na rzecz akcjonariuszy części wygospodarowanego zysku. W rezultacie wskaźnik stopy dywidendy ukształtował się na poziomie 2%.

Stopa dywidendy w budownictwie systematycznie wzrastała w badanym okresie od 0,1% (w 2007 r.) do 4,5% (do 2011 r.). Natomiast w przypadku branży medialnej stopa wzrastała od 1,4% (w 2007 r.) do 3,3% (w 2009 r.), a następnie obniżała się do poziomu 0,6% (w 2011 r.). Natomiast branża deweloperska i informatyczna wykazywały w całym badanym okresie stopę dywidendy znacznie niższą od przeciętnej dla ogółu spółek giełdowych. Szczególnie niski zakres transferu zysku na rzecz akcjonariuszy odnotowano w branży deweloperskiej, bowiem w 2008 r. i w latach 2009-2010 stopa dywidendy wynosiła zaledwie 0,2%.

6. Zakończenie i wnioski

Z podjętej próby określenia, w jakim stopniu turbulencje na rynku finansowym i zmienność koniunktury gospodarczej oraz zróżnicowanie sektorowe wpływają na kreację wartości dla akcjonariuszy przez spółki giełdowe, wynikają następujące ustalenia i wnioski.

Zawirowania na rynku finansowym w Polsce znalazły odzwierciedlenie w wyjątkowo niekorzystnym kształtowaniu się w 2008 r. stopy zwrotu z WIG i subindeksów sektorowych oraz mnożnika cen i wartości księgowej akcji. Ze znacznym opóźnieniem przełożyły się one na obniżenie stopy dywidend, wypłacanych z zysku wygospodarowanego w roku poprzednim.

Ze względu na odmienne kształtowanie się poszczególnych wskaźników przyjętych do oceny kreacji wartości występują trudności w jednoznacznym wyodrębnieniu sektorów i branż wyróżniających się pod względem kreacji wartości dla akcjonariuszy (z jednoczesnym uwzględnieniem wszystkich trzech kryteriów oceny).

Ze względu na kryterium stopy zwrotu z subindeksu sektorowego wyróżniają się sektor paliwowy i media, natomiast mnożnik cen i wartości księgowej akcji osiągał najwyższy poziom w takich sektorach, jak: media i przemysł spożywczy, następnie budownictwo i telekomunikacja. Z kolei najwyższą stopę dywidendy wykazywała telekomunikacja i przemysł spożywczy.

Sektory i branże wyróżniające się pod względem wymienionych kryteriów oceny kreacji wartości dla akcjonariuszy ujawniały wysoką zdolność do kreacji wartości przede wszystkim w okresie korzystnej koniunktury giełdowej. W okresie istotnych turbulencji i pogorszenia koniunktury na rynku finansowym również należy je ocenić pozytywnie i korzystniej w porównaniu z innymi sektorami i branżami.

Akcjonariusze spółek w wyróżniających się sektorach i branżach ponieśli mniejsze straty z tytułu inwestycji w akcje niż akcjonariusze spółek w pozostałych sektorach. Ponadto pogorszenie wyceny rynkowej akcji w porównaniu z ich wartością księgową było mniejsze niż w pozostałych sektorach.

Natomiast najniższej należy ocenić – ze względu na wszystkie trzy kryteria badania kreacji wartości dla akcjonariuszy – branżę deweloperską. O relatywnie najniższym stopniu kreacji wartości dla akcjonariuszy spółek w branży deweloperskiej świadczą m.in. zazwyczaj ujemne stopy zwrotu z subindeksu sektorowego, na ogół niższy poziom cen akcji od ich wartości księgowej, najniższa stopa dywidendy.

Ze względu na dużą złożoność relacji między uwarunkowaniami koniunkturalnymi i zróżnicowaniem sektorowym a kształtowaniem się wybranych wskaźników kreacji wartości dla akcjonariuszy problematyka podjęta w niniejszej pracy wymaga dalszych badań. Konieczne są dalsze analizy w dłuższym okresie z uwzględnieniem szerszego wachlarza wskaźników kreacji wartości dla akcjonariuszy, posiadających wartość informacyjną zarówno o kreacji wartości w ramach wewnętrznej gospodarki finansowej spółek, jak i jej weryfikacji dokonywanej przez rynek kapitałowy.

Literatura

- Akerlof G.A., Shiller R.J., *Zwierzęcy instynkt – czy ludzka psychika napędza globalną gospodarkę i jaki ma wpływ na przemiany światowego kapitalizmu*, Wydawnictwo Emka, Warszawa 2011.
- Bhagat S., Bolton B., *Corporate governance and firm performance*, "Journal of Corporate Finance" 2008, vol. 14.
- Bojańczyk M., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach niestabilności rynku kapitałowego*, SGH, Warszawa 2011.
- Brzozowska K., Flejterski S., *Reakcje instytucji polskiego system bankowego na światowy kryzys finansowy*, [w:] *Zarządzanie finansami. Aktualne wyzwania teorii i praktyki*, red. D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 533, Seria: Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia, Szczecin 2009.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Wyd. Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007.
- Dudycz T., Brycz B., *Czy paradygmat wartości przeżywa kryzys?*, [w:] *Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*, red. D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 534, Seria: Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia, Szczecin 2009.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Horbaczewska B., *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Kryzys subprime na tle innych współczesnych kryzysów bankowych*, „Nauki o Finansach” 2009, nr 1.
- Jajuga K., *Elementy nauki o finansach*, PWE, Warszawa 2007.
- Koralun-Bereźnicka J., *Kraj i sektor jako czynniki kształtujące rynkowe stopy zwrotu w świetle przeglądu badań*, [w:] *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 48, Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, Wrocław 2009.
- Kowerski M., *Wpływ czynników makroekonomicznych na decyzje dywidendowe spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 56, Wrocław 2009.

- Marcinkowska M., *Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, red. S. Rudolf, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Matyjas Z., *Wpływ czynników oddziałujących na poziomie firmy oraz czynników sektorowych na wyniki finansowe spółek w świetle badań empirycznych*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, nr 4/2.
- Rocznik Giełdowy 2008*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2008, <http://www.gpw.pl>, dostęp 14.09.2012.
- Rocznik Giełdowy 2009*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2009, <http://www.gpw.pl>, dostęp 14.09.2012.
- Rocznik Giełdowy 2010*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010, <http://www.gpw.pl>, dostęp 14.09.2012.
- Rocznik Giełdowy 2011*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2011, <http://www.gpw.pl>, dostęp 14.09.2012.
- Rocznik Giełdowy 2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2012, <http://www.gpw.pl>, dostęp 14.09.2012.
- Słoński T., Zawadzki B., *Analiza wpływu wykupu akcji na wartość spółek giełdowych w latach 2005-2010*, [w:] *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Wrocław 2011.
- Szewc-Rogalska A., *Sektorowe różnicowanie całkowitej stopy zwrotu z akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] *Zarządzanie finansami we współczesnych przedsiębiorstwach. Controlling i ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstw*, red. M. Sierpińska, t. 1, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Vizja Press & IT, Warszawa 2009.
- Szewc-Rogalska A., *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2012.
- Szyska A., Zaremba A., *Długoterminowe stopy zwrotu po ogłoszeniu skupu akcji własnych*, [w:] *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy*, red. K. Jajuga, Wrocław 2011.
- Wypych M., *Dywidendy w okresie spowolnienia gospodarczego (na przykładzie spółek giełdowych)*, [w:] *Zarządzanie finansami. Współczesne wyzwania teorii i praktyki*, red. D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 640, Seria: Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia, Szczecin 2011.

ECONOMY-RELATED AND SECTOR CONDITIONS FOR THE CREATION OF VALUE FOR SHAREHOLDERS

Summary: This study aims to determine to what extent the crisis in the financial market and changes in economy trends and differentiation between sectors affect the creation of value for shareholders (exemplified by companies quoted on the Warsaw Stock Exchange). In terms of the criterion of a rate of return from the sector sub-index, the fuel and media sector are conspicuous. The relation of a market price to the book value of shares achieved the highest level in the media and food sectors, as well as in civil engineering and telecommunication. The highest rate of dividend was demonstrated by telecommunication and food industry. The enumerated sectors showed a high capacity to create the value, mainly in the period of a favourable trend in the stock exchange, while they demonstrated lower destruction of value than other sectors during its deterioration.

Keywords: financial crisis, economic deceleration, value for shareholders.