

Jędrzej Siciński*
ORCID: 0000-0001-6810-3792

Procesy migracji wartości w polskim sektorze bankowym

Streszczenie

W artykule przedstawiono istotę migracji wartości (ang. *value migration*) oraz podjęto próbę oznaczenia jej faz dla polskiego sektora bankowego. W tym celu wykorzystano zbiorowość banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przegląd literatury pozwolił na ocenę przydatności różnych technik pomiaru migracji wartości, a następnie na wybór optymalnej metody analizy danych dla badanych banków dostępnych z punktu widzenia dostępnych danych, a także jej aplikację empiryczną na wytypowaną zbiorowość banków. Interpretacja wyników wskazuje, że procesy migracji wartości w badanej grupie banków są co zasady typowe dla fazy stabilizacji z symptomami jej odpływu. Stwierdzone częstości i statystyki opisowe sugerują, że nie obserwuje się napływu nowej wartości do sektora bankowego w Polsce. Artykuł uwzględnia również aspekt spodziewanych kierunków przepływu wartości w sektorze bankowym. Przedstawia zarys modelu biznesowego instytucji finansowej przyszłości, do której wartość będzie prawdopodobnie napływać.

Słowa kluczowe: zarządzanie wartością, migracja wartości, bankowość, kreacja wartości, *fintech*

JEL: G32, G21, O33

Value migration processes in the polish banking sector

Abstract

This article presents value migration phenomenon with attempt to indicate its stage for polish banking sector. Study was based on banks which are listed on the Warsaw Stock Exchange. The general overview of literature gave the possibility to evaluate performance of selected value migration indicators – it was a crucial to perform own empirical study. Performed studies reveal that polish banking sector is in stabilization stage with likely symptoms of long-term value outflow. Character of computed statistic measures clearly shows that there

* Magister, pracownik Katedry Ekonomiki Przedsiębiorstw na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.

is no inflow of new value to polish banking sector. Moreover, this paper contains an attempt to create expected business model of value-inflow oriented financial institution of the future.

Key words: value based management, value migration, value, banking, value creation, fintech

Wstęp

Na przestrzeni XX i XXI wieku koncepcja ukierunkowania przedsiębiorstwa na długookresowy wzrost wartości zdominowała cele działań gospodarczych. Koncepcja ta objęła niemalże wszystkie sektory i dziedziny aktywności biznesowej, ze szczególnym jednak uwzględnieniem organizacji komercyjnych. Nie ominęło to sektora bankowego, a współcześnie zdolność do długookresowej kreacji wartości stanowi ważne kryterium postrzegania banku przez interesariuszy i otoczenie¹. Jednym z argumentów przemawiającym za zorientowaniem na długoterminowy wzrost wartości jest możliwość powiązania oczekiwań właścicieli i zarządzających, co skutkuje większą zdolnością do zdobycia i utrzymania przewagi konkurencyjnej. Konstruowanie strategii zarządczych na podstawie powyższej koncepcji skryształowało nowe podejście znane jako *Zarządzanie wartością* (ang. *VBM-Value Based Management*)². Filozofia ta zakłada, że wszystkie kluczowe decyzje, zasoby oraz priorytety powinny być ukierunkowane na długoterminowy wzrost cen akcji podmiotu. Popularyzacja tego nurtu w praktyce zarządzania uwarunkowana była między innymi: wzrostem ogólnego ryzyka działalności, wyższą zmiennością stóp zwrotu, rozbieżnościami między wycenami rynkowymi a księgowymi oraz naturalnymi ograniczeniami zysku księgowego jako miernika oceny pracy zarządu³. Wyjaśniając przyczyny popularyzacji nurtu *zarządzania przez wartość*, nie należy ignorować faktu, że w XXI wieku kapitały pieniężne stały się głównym przedmiotem konkurowania przedsiębiorstw, a sam rynek kapitałowy głównym miejscem ich dystrybucji. Już w ubiegłym wieku A. Rapapport słusznie przypuszczał, że w przyszłości koncepcja *VBM* stanie się globalnym standardem pomiaru wyników przedsiębiorstwa⁴.

Wdrażanie *zarządzania przez wartość* do praktyki gospodarczej, oprócz wielu ilościowych i jakościowych zmian w organizacjach, spowodowało tworzenie nowych koncepcji teoretycznych. Wśród nich należy wymienić np. generatory i destrukторы wartości⁵ oraz migrację wartości (*value migration*).

¹ M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość – firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 10.

² W alternatywnej nomenklaturze można również zauważyć określenie *zarządzanie przez wartość*, co stanowi jednak dokładny synonim i nie różni się znaczeniem.

³ M. Penczar, *Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, J.K. Bielecki, L. Pawłowicz (red.), CeDeWu, Warszawa 2015, s. 21–29.

⁴ A. Rapapport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menadżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 3.

⁵ M. Chmielewski, J. Pioch, *Wycena wartości przedsiębiorstwa dla potrzeb zarządzania wartością*, [w:] *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, J.K. Bielecki, L. Pawłowicz (red.), CeDeWu, Warszawa 2015, s. 117.

Celem niniejszego artykułu jest ocena procesów migracji wartości w sektorze bankowym w Polsce poprzez identyfikację faz migracji dla zbiorowości banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem pobocznym jest systematyzacja pojęcia *migracji wartości*, któremu współczesna literatura poświęca relatywnie niewiele miejsca. Wynika to w pewnym stopniu z tego, że pojęcie *migracja wartości* utożsamiane jest często z każdą fluktuacją wyceny spółki kapitałowej. Natomiast realizacja celu opracowania będzie możliwa dzięki wykorzystaniu ogólnej teorii *migracji wartości* do sektora bankowego (wraz z odpowiednią metodyką jej pomiaru), przeglądem dotychczasowych badań, oznaczenia faz migracji dla zbiorowości banków oraz przedstawieniem prognoz dotyczących kierunków migracji wartości na przykładzie banków w Polsce notowanych na GPW. Po krytycznych analizach wykorzystano w tym celu metodę oceny odchyleń mierników migracji wartości. Analizy empiryczne zmierzają do weryfikacji hipotezy, że w badanym okresie nie obserwuje się napływu nowej wartości do sektora bankowego w Polsce.

Przegląd współczesnej literatury wskazuje, że dominują pozycje traktujące o kreowaniu wartości banku⁶, natomiast te poświęcone *migracji wartości* w sektorze bankowym są znikome.

1. Istota, formy i fazy migracji wartości przedsiębiorstwa

Migracja wartości to proces polegający na przepływie wartości między podmiotami gospodarczymi, jak i całymi sektorami, uwarunkowany poszukiwaniem najefektywniejszego sposobu alokowania kapitału przez inwestorów⁷. Na początku XXI wieku odpowiednie przedsięwzięcia traktowano jako eksperymenty, a sukcesywne doskonalenie technik pomiaru migracji sprzyjało popularyzacji tego paradygmatu. Za autora tej koncepcji uważa się A. Slywotzky'ego, który scharakteryzował ją następująco: „*Migracja wartości ukazuje przepływ zysków i bogactwa akcjonariuszy poprzez biznesową szachownicę. Jest to proces, w którym wartość odpływa od przestarzałych ekonomicznie modeli działalności biznesowej i płynie do nowych, które bardziej efektywnie kreują korzyści dla klienta oraz pozyskują wartość dla właściciela*”⁸. Z kolei B. Dobiegała-Korona podkreśla aspekt strukturalnych zmian w branżach stwierdzając, że: „*wartość przedsiębiorstwa migruje od branż tradycyjnych do nowoczesnych oraz w ramach branży do firm, które oferują wyższe wartości dla klienta*”⁹. Nawiązanie do migracji wartości dostrzegalne jest również w teorii kreatywnej de-

⁶ Szerzej zob. M. Marcinkowska, *Wartość banku: kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2003.

⁷ D. Siudak, *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 7.

⁸ A. Slywotzky, D. Morrison, B. Adelman, *Strefa zysku*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2000, s. 73.

⁹ B. Dobiegała-Korona, *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa*, [w:] B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 221.

strukcji J. Schumpetera, którą można łączyć z migracją bogactwa z obumierających podmiotów¹⁰. W podejściu tym podkreśla się, że poprzez np. instytucję upadłości¹¹ możliwa jest eliminacja nieefektywnych ekonomicznie podmiotów, a następnie skierowanie odzyskanych z nich aktywów do innego zastosowania zapewniającego właścicielom akceptowalną stopę zwrotu. Innymi słowy, przepływ zasobów w postaci realokowanych aktywów poprzez instytucję upadłości przybiera charakter migracji wartości (czyli przesunięcia majątku w celu jego efektywniejszego zaangażowania). W syntetycznym ujęciu przepływ wartości to sposób poszukiwania nowych możliwości wzrostu i korzyści dla akcjonariuszy¹². A. Szablewski dodaje, że problem migracji wartości budzi zainteresowanie przede wszystkim z powodu intensywnych zmian w otoczeniu i w związku z nasileniem konkurencji na szczeblu globalnym¹³.

Nadmienić można, że proces ten z reguły jest kojarzony z kreacją lub ubytkiem wartości, choć krótkookresowa fluktuacja w wycenie nie musi być przejawem długoterminowej migracji wartości. Główny dylemat w badaniach tych procesów sprowadza się do rozgraniczenia lub integralnego traktowania pojęć: *kreacja, ubytek i migracja* wartości. Próby usystematyzowania tych pojęć występują m.in. w pracach D. Siudak oraz A. Sływtoczky'ego. W tabeli 1 zestawiono główne różnice i podobieństwa w odniesieniu do tych terminów.

Tabela 1. Istota i specyfika pojęć: migracji wartości oraz krótkoterminowych fluktuacji w wycenie przedsiębiorstwa

Kryterium/Pojęcie	Krótkookresowa fluktuacja wartości przedsiębiorstwa	Migracja wartości
Charakter zmian	Często brak jednolitego trendu, przeplatające się kreacje i ubytki wartości (stacjonarność zmian).	Obserwowane długoterminowe prawidłowości i trendy w zmianie wartości (konsekwentny wpływ i przypływ – niestacjonarność zmian).
Zasięg	Mikro oraz makroekonomiczny	Częściej makroekonomiczny
Główne determinanty	Czynniki związane ze zmienną koniunkturą, decyzjami zarządzających w zakresie doboru realizowanych projektów (czyli wartością płynącą z pojedynczych projektów) i samym procesem zarządzania.	Czynniki systemowe i strukturalne, dezaktualizacja modelu biznesowego, obumieranie branż (pojawianie się tzw. <i>stref bez zysku*</i>).

¹⁰ P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, 2015, s. 75.

¹¹ Upadłości nie należy utożsamiać z bankructwem – instytucja upadłości to w głównej mierze termin prawny. Bankructwo natomiast utożsamiać należy ze stanem ekonomicznym.

¹² T. Brabazon, *Value Migration. Where is the Value in Your Industry Going?*, Accountancy Ireland, vol. 31(3), No. 3, June 1999, s. 14.

¹³ A. Szablewski, *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 293.

Kryterium/Pojęcie	Krótkookresowa fluktuacja wartości przedsiębiorstwa	Migracja wartości
Cechy szczególne	Uwarunkowana błędami w sztuce zarządzania i niewłaściwym opomiarowaniem wyników przedsiębiorstwa.	Odpływ kapitału ludzkiego i intelektualnego.
Czas	Zmiany średnio- i krótkoterminowe	Zmiany długoterminowe
Sugerowane działania	W przypadku ubytku wartości: zmiana zarządu lub sposobu jego wynagradzania, koncentracja na działaniach, w których obecna jest przewaga konkurencyjna, wykorzystanie outsourcingu, niwelowanie projektów charakteryzujących się $NPV < 0^{**}$.	W przypadku odpływu wartości: szeroko zakrojone działania systemowe, np. radykalna zmiana modelu biznesowego lub zmiana branży.

* Istotę stref bez zysku kompleksowo opisuje A. Slywotzky, zob. A. Slywotzky, D. Morrison, B. Adelman, *Strefa zysku*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2000.

** NPV (*net present value*) – zaktualizowana wartość netto, dynamiczna miara oceny projektów inwestycyjnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Siudak, *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, C.H. Beck, Warszawa 2013 oraz A. Slywotzky, *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, s. 4–15.

W przyjętym ujęciu w porównaniu do zmiany wartości przedsiębiorstwa, proces migracji cechuje się wyraźnym kierunkiem i długoterminowym charakterem. Z drugiej strony, migracja wartości obserwowana w krótkim okresie zbiega się charakterem z cyklicznym wzrostem lub regularną utratą wartości przedsiębiorstwa i może cechować się niestabilnością. Dlatego w niektórych źródłach migrację definiuje się jako skumulowaną utratę lub wzrost wartości, co widoczne jest między innymi w konstrukcji specjalnych mierników migracji bogactwa¹⁴. Natomiast w innych publikacjach pojęcie migracji wartości nie występuje, a jest zastępowane określeniem długookresowych zmian wartości przedsiębiorstw pod wpływem długookresowych stóp zwrotu¹⁵. Znane jest również ujęcie, zgodnie z którym migracja wartości jest skutkiem migracji kapitałów¹⁶.

¹⁴ D. Siudak, *Pomiar procesów...*, op. cit., s. 67.

¹⁵ J. Murrin, T. Koller, T. Copeland, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 27.

¹⁶ P. Szczepankowski, *Migracja wartości dla właścicieli spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu giełdowego w Polsce*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Nr 238/2015, s. 135.

Konkludując, procesy migracji wartości należy rozumieć jako długotrwałą utratę lub wzrost wartości, często obejmującą cały sektor, wykraczającą poza typowe procesy mikroekonomiczne w następstwie oddziaływania takich czynników jak generatory wartości lub jej destrukторы. Przy czym zarówno krótkookresowe fluktuacje wartości, jak i sektorowe migracje, wynikają z kształtowania się wartości akcji danego przedmiotu na rynku kapitałowym i poszukiwaniami optymalnej alokacji kapitału. To bowiem rynek kapitałowy pozostaje najważniejszym kanałem migracji wartości podmiotów tego rynku, poprzez przemieszczenia do podmiotów o wyższej stopie zwrotu przy danym poziomie ryzyka. Posłużyć się można przykładem programowania liniowego i towarzyszącym temu procesowi iteracjom. Teoria liniowej optymalizacji głosi, że optymalizowana może być wyłącznie jedna zmienna, co jest zbieżne z fundamentalnymi założeniami *zarządzania przez wartość*, gdzie jedyną zmienną podlegającą optymalizacji jest kurs akcji, a wszystkie inne zmienne muszą być temu celowi podporządkowane. Zjawisko to jest głównym czynnikiem rozwoju koncepcji VBM oraz nadrzędnym motywem przesunięć wartości na rynku kapitałowym. Jednak praktyczne stosowanie *zarządzania przez wartość* samo w sobie nie powoduje, że każda spółka kapitałowa staje się nieskończonym źródłem bogactwa dla właścicieli. Dzieje się tak, gdyż z wielu przyczyn koncepcje teoretyczne rozmiągają się z praktyką gospodarczą, mimo deklaracji ich stosowania. Uwarunkowane jest to między innymi czynnikami behawioralnymi, jak np. hazard moralny (pokusa nadużycia), czego dowodem są spektakularne kryzysy lub skandale korporacyjne (np. JPMorgan Chase, Citigroup czy HSBC). Wagę aspektu behawioralnego w waluacji podmiotów i rozbieżnościach między teorią i praktyką VBM wyjaśnia między innymi A. Damodaran¹⁷.

Podsumowując, pojęcie *migracji wartości* jest ściśle powiązane z *zarządzaniem przez wartość*. Przegląd publikacji dotyczących tej tematyki, jak i doświadczenia autora wskazują, że należy być bardzo ostrożnym w rozgraniczaniu *migracji wartości* i krótkookresowych fluktuacji wartości przedsiębiorstwa (czyli zmian w wycenie spółki związanych z typowymi procesami na rynku kapitałowym). Rozsądniej wydaje się założyć, że *migracja wartości* to długotrwały, niestacjonarny proces erozji lub kreacji wartości przedsiębiorstwa, uwarunkowany systemowymi czynnikami sektorowymi, który można także rozpatrywać na poziomie sektorowym czy nawet ogólnokrajowym.

¹⁷ A. Damodaran, B. Cornell, *Tesla: Anatomy of a Run-up Value Creation or Investor Sentiment?*, 2014, <https://ssrn.com/abstract=242977> (dostęp: 05.04.2019).

2. Wybrane techniki pomiaru migracji wartości

Przedstawienie narzędzi służących do oceny charakteru migracji wartości wymaga określenia typowych kierunków, w jakich może ona podążać. Przyjmuje się, że wartość migruje pomiędzy¹⁸:

- przedsiębiorstwami działającymi w tym samym sektorze,
- przedsiębiorstwami ulokowanymi w różnych sektorach,
- całymi sektorami w gospodarce.

W opinii autora opracowania powyższa systematyka wydaje się niewystarczająca. Większość publikacji traktująca o migracji wartości niedostatecznie opisuje problematykę podążania wartości chociażby wewnątrz holdingu finansowego. Zjawisko transferu wartości między spółkami wewnątrz grupy kapitałowej wyjaśnia szeroko L. Pawłowicz¹⁹, wskazując, że rozpatrując kierunki migracji wartości (oprócz trzech wymienionych powyżej), należy również pamiętać o prawidłowościach obserwowanych w grupach kapitałowych²⁰.

Techniki pomiaru wartości wykreowanej lub utraconej przez spółkę kapitałową w kolejnych okresach sprawozdawczych są znane i szeroko opisane w literaturze. Takie mierniki, jak *EVA*[®], *SVA*, *CFROI* czy *MVA* (wraz z wieloma próbami ich modyfikacji) to narzędzia stosowane w praktyce gospodarczej²¹. Można zaobserwować zdecydowanie skromniejszy dorobek technik pomiarowych ukierunkowanych na próby wychwycenia długofalowych migracji wartości, a wiele z nich ma charakter dyskusyjny²². Pierwszą syntetyczną próbą pomiaru migracji wartości jest wskaźnik migracji *VM*, który przybiera następującą postać²³:

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

gdzie: *VM* – wskaźnik migracji wartości; *MV* – przeciętna roczna wartość rynkowa spółki²⁴; *S* – przychody ze sprzedaży netto.

¹⁸ D. Siudak, *Pomiar procesów...*, op. cit., s. 35.

¹⁹ L. Pawłowicz, *Alokacja i zarządzanie kapitałem*, [w:] *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, J.K. Bielecki, L. Pawłowicz, (red.), CeDeWu, Warszawa 2015, s. 163–184.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 177–250.

²² D. Siudak, *Pomiar procesów...*, op. cit., s. 56.

²³ P. Szczepankowski, *Migracja wartości...*, op. cit., s. 136.

²⁴ Niektórzy autorzy zalecają obliczać ten składnik jako sumę wartości rynkowej brutto przedsiębiorstwa (kapitalizacji) powiększonej o zobowiązania długoterminowe. Podejście to wydaje się wynikać z pewnych uproszczeń poczynionych na technice TEV (EV) – *total enterprise value*, szerzej: P. Szczepankowski, *Migracja wartości...*, op. cit. oraz T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Edition. McKinsey & Company Inc.

A. Slywotzky ocenił, że wartości wskaźnika *VM* powyżej poziomu 2,0 będą charakterystyczne dla przyływu wartości, poniżej 1 – będą odpowiadać odpływowi wartości, a przedział $<1,0 ; 2,0>$ będzie obrazować stan stabilizacji. Wskaźnik ten – mimo swego pionierskiego charakteru – został skrytykowany co do jego użyteczności w praktyce. A. Slywotzky konstruując go, był zdania, że wykorzystanie przychodów ze sprzedaży netto stanowić będzie właściwe odzwierciedlenie skali działalności danego przedsiębiorstwa w ujęciu wartościowym. W literaturze przedmiotu zwraca się jednak uwagę, że wartość sprzedaży netto sama w sobie (bez przyrównania jej do innego składnika, np. odpowiedniej kategorii zysków czy kosztów) ma ograniczoną przydatność w ocenie działania podmiotu (choćby poprzez brak uwzględnienia kapitałochłonności danego przedsięwzięcia)²⁵. Zauważono również, że zwiększanie przychodów ze sprzedaży (rozumiane jako pojedynczy cel) jest niezgodne z koncepcją *zarządzania przez wartość*. W związku z tymi zastrzeżeniami wskaźnik *VM* nie doczekał się wielu prób aplikacji praktycznych. Jedno z niewielu kompleksowych badań na ten temat przeprowadzili A. Herman i A. Szablewski, którzy podjęli próbę oznaczenia kierunków migracji wartości na polskim rynku kapitałowym w 1998 roku²⁶.

Pomimo znaczących ograniczeń wskaźnika migracji wartości *VM*, nie należy deprecjonować wkładu i znaczenia prac A. Slywotzky'ego, D. Morrisona i B. Andelmana, gdyż stworzenie wskaźnika przyczyniło się do oznaczenia i opisania faz migracji wartości²⁷ i do późniejszego ewoluowania tej koncepcji. Fazy te zostały usystematyzowane następująco:

- *faza przyływu wartości* – przechwyty wartości w tej fazie związany jest intensyfikacją przewagi konkurencyjnej, aktualnością stosowanego modelu biznesowego i rosnącą rentownością analizowanego obiektu;
- *faza stabilizacji wartości* – napływ konkurencji i spadek dynamiki wzrostu wartości dodanej wraz z malejącą nadwyżką ROIC nad WACC stabilizuje zyski i napływ nowej wartości; model biznesowy podmiotu w tej fazie osiąga pełną dojrzałość;
- *faza odpływu wartości* – zdezaktualizowany model biznesowy oraz brak jego trafnych modyfikacji redukuje rentowość spółki i prowadzi do utrzymywania długofalowej nadwyżki WACC nad ROIC, co finalnie materializuje się w odpływie wartości – akcjonariusze poszukują alternatywnych form lokowania kapitału, następuje odpływ bogactwa.

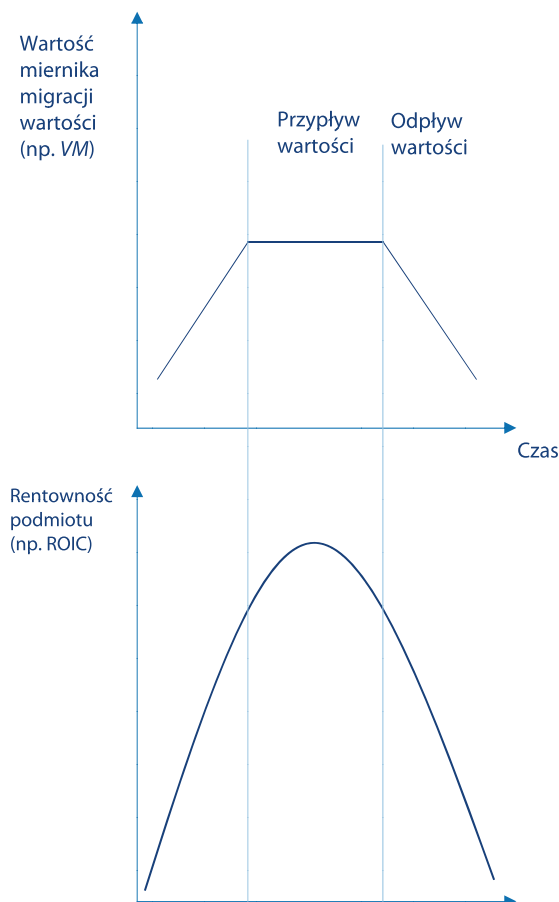
Model trzech faz migracji, wraz z towarzyszącymi prawidłowościami, zilustrowano na rysunku 1.

²⁵ D. Siudak, *Pomiar procesów...*, op. cit., s. 59.

²⁶ A. Herman, A. Szablewski, *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, A. Herman, A. Szablewski (red.), Poltext, Warszawa 1999, s. 33–35.

²⁷ A. Slywotzky, D. Morrison, B. Andelman, *Strefa zysku*, op. cit., s. 77–78.

Rysunek 1. Fazy migracji wartości i prawidłowości z nimi związane



Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Sływotzky, D. Morrison, B. Andelman, *Strefa zysku*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2000 oraz D. Siudak, *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, C.H. Beck, Warszawa 2013.

Alternatywną techniką pomiaru migracji wartości jest wykorzystanie mierników reprezentujących mnożniki rynkowe. W praktyce najczęściej wykorzystuje się popularne na rynku kapitałowym wskaźniki P/E (cena/zysk) oraz cena/wartość księgową (P/BV)²⁸. Praktyczne próby oznaczenia faz migracji wartości za pomocą tego podejścia można znaleźć między innymi w opracowaniu E.F. Famy i K.R. Frencha²⁹, których badania (przy wykorzystaniu tych mierników) miały na celu zweryfikowa-

²⁸ P. Szczepankowski, *Migracja wartości...*, op. cit., s. 137.

²⁹ E.F. Fama, K.R. French, *Migration*, „Financial Analysts Journal”, 2007, Vol. 63, No 6.

nie kilku innych, pomocniczych hipotez ekonomicznych³⁰. Zgodnie z ich podejściem pomiar przepływu wartości można przeprowadzić za pomocą formuły³¹:

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

gdzie: P/BV – wskaźnik cena/wartość księgową (rekomendowane są jego uśredniania, np. obrazem wartości rocznej jest średnia wartość P/BV z ostatniego dnia kolejnych kwartałów w roku t).

W celu przyporządkowania obiektu do wybranych faz migracji za pomocą zmiany miernika P/BV , P. Szczepankowski proponuje następujące wartości graniczne odchyłeń bezwzględnych³²:

- powyżej 0,15 – oznacza obiekty w fazie przyływu wartości dla właścicieli,
- od (-0,15) do 0,15 – determinuje fazę stabilizacji,
- poniżej (-0,15) – oznacza podmiot w fazie odpływu wartości.

Trzecią techniką pomiaru migracji wartości jest podejście rozwijane przez M. Siudaka i D. Siudaka. Koncepcja ta wykorzystuje iloraz rynkowej wartości dodanej (MVA) i zaangażowanego kapitału (K) mając następującą postać³³:

$$MVA/K = \frac{MVA}{K},$$

gdzie: MVA – rynkowa wartość dodana, K – łączna wartość księgową kapitałów zaangażowanych w przedsiębiorstwo.

Rozwijając koncepcję migracji wartości, posłużono się dalej miernikiem MVA/K , D. Siudak zaproponował kolejne podejście do oceny migracji wartości w formule³⁴:

$$\Delta(MVA/K) = \left(\frac{MVA}{K}\right)_t - \left(\frac{MVA}{K}\right)_{t-1}.$$

W nawiązaniu do faz migracji zaproponowanych przez A. Slywotzky'ego, D. Morisona oraz B. Adelmanna, D. Siudak przyjął założenie, że klasyfikacja obiektów do poszczególnych faz może się odbywać w ujęciu względnym za pomocą odchyłeń granicznych w przedziale $<-0,15; +0,15>$.

³⁰ Szerzej: E.F. Fama, K.R. French, *The Anatomy of Value and Growth Returns*, „Financial Analyst Journal”, 2007, Vol. 63, No. 3.

³¹ P. Szczepankowski, *Migracja wartości...*, op. cit., s. 137.

³² *Ibidem*, s. 138.

³³ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 96.

³⁴ D. Siudak, *Pomiar procesów...*, op. cit., s. 67.

Podsumowując warto zauważyć, że nie został dotychczas opracowany jednoznaczny standard pomiaru migracji wartości przedsiębiorstw. Choć przedstawione powyżej mierniki, mimo swych ograniczeń, mogą dostarczać informacje przydatne do oceny przepływu wartości dla konkretnego podmiotu lub całego sektora. Dostrzec należy również, że procesy migracji wartości ulegają ciągłemu przyspieszeniu³⁵, co jest związane m.in. z narastającą globalizacją i intensyfikacją konkurencji dotyczącej kapitału finansującego.

3. Przegląd dotychczasowych badań i próba oznaczenia faz migracji w odniesieniu do polskiego sektora bankowego

Przegląd literatury przedmiotu i publikacji naukowych z lat 2000–2018 wykazał niewiele prób oznaczenia faz migracji wartości dla sektora bankowego w Polsce, ograniczających się do kilku badań obejmujących rynek kapitałowy w ukierunkowaniu na GPW lub rynek NewConnect. Badania migracji wartości realizowane przez P. Szczepankowskiego (oparte na zmianie miernika P/BV) wskazują, że w latach 2011–2013 prawie 60% spółek z NewConnect charakteryzowało się odpływem wartości³⁶.

Badania M. Wypycha dotyczące migracji wartości na GPW dowiodły, że (w ujęciu sumarycznym) w latach 2011–2015 obserwowany jest wyższy napływ wartości do spółek sprywatyzowanych w porównaniu do podmiotów z udziałem Skarbu Państwa³⁷.

D. Siudak poświęcił więcej miejsca pomiarowi migracji wartości w realiach polskich, dokonując oznaczenia faz migracji sektorów dla GPW przy wykorzystaniu miernika migracji opartego na wskaźniku MVA/K . Jego badania wykazały, że w latach 2002–2006 sektor finansowy cechował się naprzemienną stabilizacją i przyływem wartości. W ramach tego samego badania dla 2006 roku zaobserwowano, że w pierwszej piątce rankingu ze względu na wielkość przyływu wartości znalazły się banki PKO BP oraz Pekao S.A.³⁸. Obecnie jednak wnioski te mogą być już z dużym prawdopodobieństwem zdezaktualizowane.

Zaobserwowana luka badawcza dotyczy więc dwóch aspektów – znikomej liczby prób pomiaru migracji wartości dla GPW po 2014 roku oraz wyraźnego deficytu badań ukierunkowanych wyłącznie na sektor bankowy. W celu uzupełnienia zidentyfikowanych braków, empiryczna część opracowania została zorientowana na próbę oceny charakteru migracji wartości w sektorze banków notowanych na Polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Przyjęta metodyka zakładała wykorzystanie miernika $\Delta P/BV$ jako indykatora przesunięć wartości (wskaźnik proponowany

³⁵ A. Szablewski, *Migracje kapitału i wartości w warunkach globalnej niestabilności*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2008, nr 3, s. 15–17.

³⁶ P. Szczepankowski, *Migracja wartości...*, *op. cit.*, s. 135–138.

³⁷ M. Wypych, *Migracja wartości w przemysłowych spółkach giełdowych*, Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie / Politechnika Śląska, 2016, z. 93, s. 508–514.

³⁸ D. Siudak, *Pomiar procesów...*, *op. cit.*, s. 251.

m.in. przez P. Szczepankowskiego³⁹). Wybór tego wskaźnika został podyktowany dwoma przyczynami: wieloma ograniczeniami formuły VM autorstwa A. Słowotzky'ego oraz relatywnie niewielką liczbą aplikacji praktycznych miernika $\Delta MVA/K$ w innych publikacjach. Metodyka oparta na oznaczaniu zmian wskaźnika P/BV , wykorzystywana m.in. w opracowaniach P. Szczepankowskiego, wydaje się więc optymalnym kompromisem, pozwalającym na formułowanie syntetycznych i przejrzystych interpretacyjnie wniosków przy zachowaniu wszystkich należytych walorów naukowych. W tabeli 2 zestawiono ilościowe oceny kierunków migracji wartości w sektorze bankowym na GPW⁴⁰.

Tabela 2. Kwantyfikacja procesów migracji wartości dla banków notowanych na GPW w latach 2014–2017

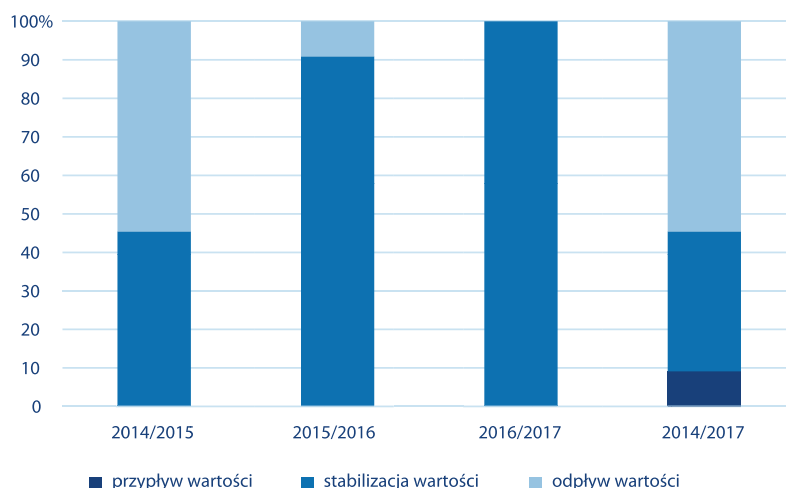
Wyszczególnienie	Dynamika w latach			
	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2014/2017
Wybrane miary statystyczne dla zmiany rocznej średniej wartości wskaźnika P/BV:				
• wartość maksymalna	0,06	0,09	0,09	0,18
• mediana	-0,16	-0,01	-0,08	-0,27
• wartość minimalna	-0,35	-0,18	-0,15	-0,57
Liczba banków w fazie:				
• przyptywu wartości	0	0	0	1
• stabilizacji wartości	5	10	11	4
• odpływu wartości	6	1	0	6
Odsetek banków w fazie (w %):				
• przyptywu wartości	0,0	0,0	0,0	9,1
• stabilizacji wartości	45,5	90,9	100,0	36,4
• odpływu wartości	54,5	9,1	0,0	54,5

Źródło: opracowanie własne.

³⁹ P. Szczepankowski, *Migracja wartości...*, op. cit., s. 137.

⁴⁰ Przyjęto następujące założenia: ze względu na braki danych historycznych lub znaczne koincydencje (banki ujęte w grupach kapitałowych) z badanej grupy wyeliminowano bank UniCredit oraz notowaną na GPW grupę kapitałową *Getin Holding*, włączając do badania flagową spółkę wchodzącą w skład tej grupy – *Getin Noble*. Grupę badawczą zredukowano również o spółkę *Banco Santander*, a pozostawiono podmiot *Santander Bank Polska S.A. (SANPL)*. Ostateczna grupa, którą objęła analiza, liczyła 11 banków. Forma wizualizacji danych i zestaw miar statystycznych odnoszących się do faz migracji wynika z propozycji zawartych w metodyce badań P. Szczepankowskiego (przypis 43).

Rysunek 2. Struktura procesów migracji wartości według modelu trzech faz – polski sektor bankowy na GPW w latach 2014–2017



Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzone badanie pozwoliło na zidentyfikowanie kilku prawidłowości. Przede wszystkim, w latach 2014–2017 (w ujęciach rocznych) w badanej grupie banków nie odnotowano żadnego przypadku przyływu wartości. Począwszy od pierwszego okresu analizy (2014 r.), z każdym kolejnym rokiem obserwowano coraz większą stabilizację wartości w sektorze – od niemal symetrycznego rozkładu między stabilizacją a odpływem w 2014 roku do pełnego ustabilizowania w 2017 r. w relacji do 2016 r. (wszystkie banki wchodzące w skład badanej grupy wykazywały w tym okresie zmianę P/BV w przedziale $-0,15; +0,15$, czyli wskazującą na stabilizację wartości). Obserwacje te mogą potwierdzać stabilizację w migracji wartości banków w ujęciu rocznym – innymi słowy wartość banków w badanej grupie wydaje się wykazywać coraz większe unieruchomienie (jeśli za podstawę obserwacji uznamy zmiany roczne). Z drugiej strony niezasadne byłoby ignorowanie wniosków płynących z obserwacji zmian wartości wskaźnika, w którym jako podstawę porównania przyjęto pierwszy rok analizy (zmiana absolutna P/BV w 2017 r. w stosunku do 2014 r.). W tym ujęciu 55% banków wykazywało odpływ wartości, a tylko jeden miał przyływ. Pozostałe cztery banki wykazały w tym okresie stabilizację wartości. Oznacza to stabilizację wartości w ujęciu krótkoterminowym, a w długoterminowym – na symptomy jej odpływu. Obserwacje te pozwalają stwierdzić z dużym prawdopodobieństwem, że w latach 2014–2017 nie obserwuje się napływu nowej wartości do badanego sektora bankowego.

Konkludując – pomimo że zjawisko migracji wartości z reguły cechuje się naturalną niestabilnością w czasie, a mierniki migracji są dość wrażliwe na zmiany generowane przez otoczenie, co znacząco utrudnia ich interpretację – z dużym prawd-

podobieństwem ocenić można, że procesy przesunięć wartości w polskim sektorze bankowym cechują się bardziej formą stabilno-odpływową aniżeli napływową. Wynika to z faktu, że w latach 2014–2017 (przyjmując odchylenie wskaźnika P/BV jako technikę pomiaru) nie obserwowano napływu nowej wartości do polskiego sektora bankowego, a raczej ustabilizowanie obecnej, z nieznacznymi przejawami jej erozji i możliwym odpływie poza sektor. Wniosek ten poprzez można obserwacją, że w całym przekroju oraz pełnej głębokości retrospekcji badania odnotowano tylko jeden przypadek absolutnego wzrostu miernika P/BV o więcej niż 0,15. Drugim argumentem potwierdzającym ogólny odpływ wartości z sektora bankowego są ujemne mediany zmian wskaźnika P/BV obserwowane we wszystkich zmianach rocznych oraz w całościowym ujęciu 2014/2017.

W świetle uzyskanych wyników warto postawić pytanie o kierunki odpływu wartości z sektora. Dynamiczny rozwój gospodarek, digitalizacja płatności oraz ogólny wzrost zagregowanego zapotrzebowania na różne usługi związane z pieniądzem zdaje się wystarczającym argumentem, że instytucje finansowe były ważną destynacją napływu nowej wartości. Pogłębiona analiza problemu migracji wartości mogłaby przynieść wielowymiarowe korzyści dla sektora bankowego i ułatwić zidentyfikowanie możliwości rozwoju modeli biznesowych banków, które sprzyjałyby napływowi wartości w przyszłości.

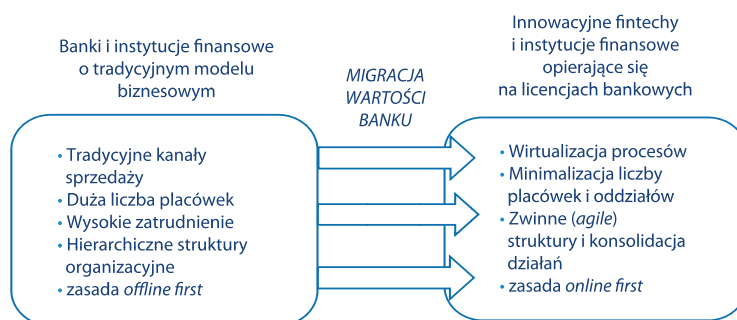
Jedną z możliwych hipotez mówi, że prawdopodobnym katalizatorem odpływu wartości z tradycyjnego sektora bankowego (jak i magnesem przechwyty nowego bogactwa) może być dynamiczny rozwój branży *Fintech*. Instytucje finansowe oparte na nowoczesnych technologiach informacyjnych coraz liczniej zdobywają europejskie licencje bankowe, gwarantując swoje depozyty i zwiększając portfolio usług⁴¹. Podmioty te często operują za pomocą pojedynczych, skonsolidowanych centrów operacyjnych, oferując swoje usługi jedynie poprzez kanały mobilne – rezygnując przy tym niemalże całkowicie z uruchamiania placówek i oddziałów. Taka strategia działania pozwala skoncentrować się na rozwoju i doskonaleniu aplikacji mobilnych oraz dążeniu do pełnej wirtualizacji kontaktów z klientem. Podmioty te, często, mimo znacznej skali działalności, rozległej bazy klientów i nierzadko statusu *Unicorn*⁴², w większości nie mają jeszcze za sobą debiutów giełdowych – są notowane na rynkach alternatywnych lub nie notowane w ogóle. Przejmowanie nowej wartości przez takie podmioty jest więc silnym katalizatorem odpływu bogactwa poza tradycyjny giełdowy sektor bankowy. Zwiększenie zasięgu i skali działania podmiotów typu *fintech* jest też czynnikiem ograniczającym zainteresowanie inwestorów nowymi inwestycjami w instytucjach tradycyjnych, m.in. ze względu na ich dotychczasowy model biznesowy. Interpretacja ta jest zbieżna z sygnałami płynącymi bezpośrednio z sektora bankowego. Zbigniew Jagiełło, prezes banku PKO BP, w jednym z wywiadów wskazuje

⁴¹ Przykłady takich przedsięwzięć to m.in. *fintechy*: Revolut oraz N26.

⁴² To podmioty (zazwyczaj w początkowej fazie cyklu życia), które notują kapitalizację rynkową na poziomie co najmniej 1 mld USD, szerzej zob. J. Simon, *How to catch a unicorn. An exploration of the universe of tech companies with high market capitalisation*, Institute for Prospective Technological Studies. JRC Technical Report 2016, s. 41–42.

na konieczność nieustannego konkutowania z rosnącymi w siłę innowacyjnymi *fin-techami*⁴³. Prezes największego polskiego banku prognozuje, że instytucja finansowa przyszłości z dużym prawdopodobieństwem przybierze kształt nowoczesnego *fintechu* dysponującego licencją bankową, zmieniającą strukturę rynku finansowego, w tym poprzez przejmowanie wartości z sektora tradycyjnej bankowości. Można to zauważyć. Taki właśnie kierunek ewolucji instytucji finansowych i dystrybucji wartości w sektorze prognozują m.in. R. Alt, R. Beck oraz M. Smits⁴⁴. Opierając się na tych prognozach, jak i na wynikach badań, przy uwzględnieniu sygnałów płynących bezpośrednio z otoczenia sektora bankowego, można oczekiwać, że przepływ wartości może przybrać charakter ujęty graficznie na rysunku 3.

Rysunek 3. Prawdopodobny scenariusz charakteru migracji wartości w sektorze banków i instytucji finansowych^a



^a Rysunek przedstawia uproszczone fundamenty modelu biznesowego instytucji w ujęciu tradycyjnym jak i Fintech.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Alt, R. Beck, M.T. Smits, *FinTech and the transformation of the financial industry*, „Electronic Markets”, August 2018, Vol. 28, Issue 3, s. 235–243, <https://doi.org/10.1007/s12525-018-0310-9> (dostęp: 28.03.2019).

Podsumowanie

Wyniki badań wskazują, że polski sektor bankowy cechuje się względną stabilizacją wartości z dostrzegalnymi symptomami jej odpływu. Pomimo że migracja wartości jest z reguły procesem niestabilnym, a sposoby jej pomiaru nie są doskonałe, kierunek i natężenie zidentyfikowanych zmian, ze znacznym prawdopodobieństwem, wykluczają napływ nowej wartości do polskiego sektora bankowego w latach 2014–2017. Taki stan rzeczy tworzy przesłanki do dalszych badań, a zwłaszcza odpowiedzi na pytanie, gdzie migruje (odpływa obecna lub napływa nowa) war-

⁴³ <https://www.pb.pl/pko-bp-stary-ale-jary-952681> (dostęp: 27.03.2019).

⁴⁴ R. Alt, R. Beck, M.T. Smits, *FinTech and the transformation of the financial industry*, „Electronic Markets”, August 2018, Vol. 28, Issue 3, s. 235–243, <https://doi.org/10.1007/s12525-018-0310-9> (dostęp: 28.03.2019).

tość w szeroko rozumianym sektorze finansowym. W świetle przeprowadzonych badań i doświadczenia praktycznego przypuszczać można, że beneficjentami migracji wartości w sektorze finansowym są innowacyjne instytucje typu *fintech*, które z przedsięwzięć eksperymentalnych stały się znaczącym konkurentem tradycyjnych banków. Jednostki te, dysponując coraz częściej licencjami bankowymi i gwarantowanymi depozytami⁴⁵, pozyskują zaufanie klientów oraz inwestorów, co powoduje dynamiczny wzrost bazy użytkowników i napływ nowej wartości. Przewaga konkurencyjna, jak i napływ bogactwa do korporacji technologicznych, to w głównej mierze efekt funkcjonowania w bardziej liberalnym środowisku biznesowym. Podmioty te operują często poza restrykcyjnymi przepisami i unikają wielu ograniczeń administracyjnych czy reguł ostrożnościowych obowiązujących tradycyjne banki (np. podatek bankowy czy obciążenia na rzecz instytucji gwarantującej depozyty). Mniej rygorystyczne otoczenie biznesowe pozwala *fintechom* na szybki wzrost bazy klientów, który wynika m.in. z subsydiowania przez nie oferowanych usług i innych, szeroko zakrojonych działań marketingowych. Aktywności te finansowane są zazwyczaj ze strumienia napływającego do nich kapitału, gdyż większość z nich nie ma jeszcze samodzielności finansowej. Taki sposób działania podmiotów typu *Fintech* nie jest tajemnicą, a wręcz nieoficjalną doktryną rozwoju finansowych korporacji technologicznych, nazywaną często w branży mianem *Blitzscalingu*⁴⁶. Dynamicznie rosnąca liczba klientów tych instytucji (spowodowana np. tanimi i szeroko dostępnymi usługami finansowymi) może być więc jednym z czynników, zidentyfikowanego w części empirycznej, braku napływu nowej wartości do tradycyjnych banków.

Pomimo rosnącej siły oddziaływania podmiotów technologicznych, banki kontynuujące tradycyjny model działalności, w tym szczególnym rodzaju zagrożenia mogą jednocześnie upatrywać szansę na rozwój. Chociażby poprzez włączenie do modelu biznesowego rozwiązań typowych dla instytucji finansowych typu *fintech*,

⁴⁵ N26, jeden z największych europejskich podmiotów typu *Fintech*, deklaruje, że wnoszone wkłady objęte są gwarancjami Niemieckiego Systemu Gwarantowania Depozytów (*Compensation Scheme of German Banks*), w kwocie do 100 tys. euro. Szerzej: <https://n26.com/en-eu/security> (dostęp: 29.04.2019). Ponadto zauważyć można, że wiele finansowych korporacji technologicznych (np. podmiot Revolut) deklaruje gwarancje wkładów w ramach pozyskanej europejskiej licencji bankowej (do kwoty 100 tys. euro). Największa liczba licencji bankowych dla podmiotów *Fintech* wydawana jest na Litwie, której nadzór finansowy ma wizerunek jednego z najbardziej liberalnych w stosunku do takich podmiotów. Liberalne podejście litewskiego nadzoru finansowego do licencjonowania tak licznych przedsięwzięć tego typu bywa nierzadko przedmiotem krytyki w innych krajach i w instytucjach UE.

⁴⁶ *Blitzscaling* to nieformalna doktryna rozwoju przedsiębiorstw technologicznych (szczególnie jednostek typu *Fintech*), której celem jest m.in. ukierunkowanie na maksymalizację wycen (a właściwie – jej subiektywnych szacunków podejmowanych przez otoczenie), co implikuje windowanie późniejszych wartości debiutów giełdowych (IPO). Cel ten realizowany jest głównie poprzez zorientowanie wszystkich działań na zwiększanie portfela klientowskiego i wzrostu udziału w rynku. Szefowie korporacji typu *Fintech* podkreślają, że podstawą do windowania wartościowania potencjału korporacji jest dynamiczny wzrost bazy użytkowników i maksymalizacja skali działania. Szerzej o tym zjawisku traktuje między innymi wywód podjęty w „The Economist”, <https://www.economist.com/leaders/2019/04/17/techs-new-stars-have-it-all-except-a-path-to-high-profits> (dostęp: 24.04.2019).

a korzystając jednocześnie z wypracowanej rozpoznawalności marki, większej samodzielności finansowej⁴⁷ oraz portfela klientów. Należy ponadto podkreślić, że proces odpływu wartości z sektora bankowego ma wiele aspektów. Determinowany jest nie tylko dynamicznym rozwojem korporacji technologicznych, ale również konsolidacjami i zmianami w specyfice wartości banków wiodących. Co powoduje, że podjęta tematyka ma znaczny potencjał badawczy i stanowi interesujące pole do dalszych badań.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

Alt R., Beck R., Smits M.T., *FinTech and the transformation of the financial industry*, „Electronic Markets”, August 2018, Vol. 28, Issue 3, s. 235–243, <https://doi.org/10.1007/s12525-018-0310-9> (dostęp: 28.03.2019).

Antonowicz P., *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2015.

Brabazon T., *Value Migration. Where is the Value in Your Industry Going?*, Accountancy Ireland, Vol. 31(3), No 3, June 1999.

Chmielewski M., Pioch J., *Wycena wartości przedsiębiorstwa dla potrzeb zarządzania wartością*, [w:] *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, J.K. Bielecki, L. Pawłowicz (red.), CeDeWu, Warszawa 2015.

Dobiegała-Korona B., *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), Difin, Warszawa 2006.

Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002.

Fama E.F., French K.R., *The Anatomy of Value and Growth Returns*, „Financial Analyst Journal”, 2007, Vol. 63, No 3.

Fama E.F., French K.R., *Migration*, „Financial Analysts Journal”, 2007, Vol. 63, No 6.

Herman A., Szablewski A., *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, A. Herman, A. Szablewski (red.), Poltext, Warszawa 1999.

Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th Ed., McKinsey & Company Inc.

Marcinkowska M., *Wartość banku: kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2003.

⁴⁷ Poprzez samodzielność finansową rozumieć w tym kontekście należy znaczącą przewagę banków tradycyjnych o ugruntowanej pozycji, jaką jest brak zależności od kolejnych transz kapitału VC/PE, które są głównym motorem wzrostu korporacji *fintech*.

Michalski M., *Zarządzanie przez wartość – firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001.

Murrin J., Koller T., Copeland T., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*. WIG-Press, Warszawa 1997.

Pawłowicz L., *Alokacja i zarządzanie kapitałem*, [w:] *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, J.K. Bielecki, L. Pawłowicz (red.), CeDeWu, Warszawa 2015.

Penczar M., *Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, J.K. Bielecki, L. Pawłowicz (red.), CeDeWu, Warszawa 2015.

Rapaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menadżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 2000.

Simon J., *How to catch a unicorn. An exploration of the universe of tech companies with high market capitalisation*. Institute for Prospective Technological Studies. JRC Technical Report 2016.

Siudak D., *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*, C.H. Beck, Warszawa 2013.

Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.

Slywotzky A., Morrison D., Adelman B., *Strefa zysku*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2000.

Slywotzky A., *Value Migration. How to Think Several Moves Ahead of the Competition*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts

Szablewski A., *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009.

Szablewski A., *Migracje kapitału i wartości w warunkach globalnej niestabilności*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2008, nr 3.

Szczepankowski P., *Migracja wartości dla właścicieli spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu giełdowego w Polsce*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Nr 238/2015 .

Wypych M., *Migracja wartości w przemysłowych spółkach giełdowych*, Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie / Politechnika Śląska, 2016, z. 93.

Materiały internetowe

<https://www.pb.pl/pko-bp-stary-ale-jary-952681> (dostęp: 27.03.2019).

<https://www.economist.com/leaders/2019/04/17/techs-new-stars-have-it-all-except-a-path-to-high-profits> (dostęp: 24.04.2019).