

*Dariusz Siudak**

ANALIZA JEDNOKIERUNKOWEJ MIGRACJI WARTOŚCI

WPROWADZENIE

Migracja wartości polega na odpływie wartości z jednego przedsiębiorstwa lub sektora do innego. Jest ona następstwem intensywnego poszukiwania najbardziej efektywnych możliwości alokacji kapitału w celu uzyskania wysokich stóp zwrotu po jego zainwestowaniu. W konsekwencji następuje przepływ kapitałów pomiędzy krajami, sektorami i przedsiębiorstwami, w efekcie czego następuje przepływ wartości (Siudak 2001, s. 55).

Procesy migracji wartości przedsiębiorstw można rozpatrywać w dualistyczny sposób. Pierwszy to podejście od strony mikroekonomicznej – skoncentrowanie się na analizach, ocenach i wskazówkach dotyczących zarządzania strategicznego oraz innych uwarunkowań sprzyjających procesom fluktuacji wartości osobno rozpatrywanego przedsiębiorstwa. Drugie podejście zakłada analizę procesów migracji wartości od strony makroekonomicznej, gdzie podstawową rolę odgrywają mechanizmy alokacji kapitału poprzez rynek kapitałowy. Zaobserwowana w ostatnich kilkunastu latach akceleracja procesów migracji wartości przedsiębiorstw sprawiła, że pojęcie to było analizowane w literaturze dotyczącej zarządzania wartością przedsiębiorstwa¹.

* Politechnika Łódzka, Wydział Organizacji i Zarządzania, Zakład Ekonomii.

¹ Migracja wartości przedsiębiorstw jest przedmiotem rozważań w następujących publikacjach: E. Almasy, A. Slywotzky (1999); J.P.A Baptista (1999); P. Bartkowiak (2001); J. Billington (1997); T. Brabazon (1999); M.K. Campbell (2001); B. Dobiegała-Korona (2001, 2006); J.P. Donol (1997); E.C. Griffiths (1997); A. Herman (2006); A. Herman, A. Szablewski (1999); K. Klincewicz (2005); A.K. Koźmiński (2004); K. Leśniak-Łebkowska (2001); M. Marcinkowska (2000); R.W. Mills (2005); T. Moster, H. Moukanas (2001); B. Nita (2007); E. Ostrowska (2001, 2007); D. Owen, R. Griffiths (2006); A. Sharma, R. Krishnan, D. Grewal (2001); P. Phillips (2012); M. Siudak (2000, 2001); A. Slywotzky, P. Baumgartner, L. Alberts, H. Moukanas (2006); A. Slywotzky; F. Linthicum (1997); A. Slywotzky, D.J. Morrison, B. Andelman (2000); A. Slywotzky, R. Wise, K. Weber (2006); J. Strikwerda, M. van Amerongen, M. van Wijck (2000); C. Suszyński (2007), A. Szablewski (2005,

Jednokierunkowa migracja wartości analizowanego układu przedsiębiorstw polega na jednoczesnym przyplywie lub odpływie wartości w danym okresie do(od) wszystkich podmiotów ocenianego układu spółek kapitałowych.

W literaturze przedmiotu podkreśla się wielość znaczenia kategorii wartości (Mączyńska, 2005). Szczegółową jej klasyfikację podaje D. Zarzecki (1999, s. 25), wyróżniając: wartość ekonomiczną, wartość rynkową, wartość kapitalizacji rynkowej, wartość księgową, wartość odtworzeniową, wartość sprawiedliwą, wartość likwidacyjną, wartość szacunkową, wartość inwestycji, wartość goodwill, wartość w użyciu, wartość właściciela, wartość zamiany (zastąpienia), wartość nieodłączną, wartość biznesu w działaniu, wartość dla biznesu, wartość podatkową, wartość zabezpieczenia².

Przedmiotem rozważań jest wartość kapitalizacji rynkowej, czyli łączna suma wartości rynkowej wszystkich akcji wyemitowanych przez przedsiębiorstwo.

W momencie rozpoczęcia działalności księgowa wartość netto przedsiębiorstwa wynikająca z bilansu otwarcia równa jest wartości rynkowej. Równocześnie jest to także wartość likwidacyjna. W tym specyficznym przypadku powyższe ujęcia wartości kapitału własnego są sobie równe. W toku prowadzenia podstawowej działalności operacyjnej przedsiębiorstwa wartość rynkowa kapitałów własnych zaczyna odbiegać od zapisów księgowych. Wartość rynkową determinuje oczekiwany stopień wykorzystania zgromadzonych aktywów, wyrażony w postaci wartości obecnej prognozowanych wolnych przepływów gotówkowych netto. W wyniku kreacji wartości, wartość rynkowa przewyższa wartość księgową, zaś w odwrotnym przypadku (niszczenie wartości) wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest niższa od wartości zapisanej w bilansie.

Całkowita wartość przedsiębiorstwa stanowi sumę następujących składników (Nita, 2007, s. 26):

- 1) wartości obecnej oczekiwanych w przyszłości dochodów z działalności operacyjnej w ściśle określonym okresie prognozy,
- 2) zdyskontowanej wartości rezydualnej,
- 3) wartości ubocznych efektów finansowania majątku,
- 4) wartości posiadanych środków pieniężnych,
- 5) wartości aktywów niezwiązanych z działalnością operacyjną,
- 6) wartości opcji realnych związanych z działalnością przedsiębiorstwa.

2008, 2009); P. Szczepankowski (2007); M. Wiatr (2006); J.C. Woodard (2006). Żadna z wymienionych prac nie porusza zagadnienia jednokierunkowej migracji wartości.

² Szczegółowe aspekty wyceny przedsiębiorstw analizują następujący autorzy: R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek (1999), P.A. Coady, A. Faseruk (1997), T. Copeland, T. Koller, J. Murrin (1997), B. Cornell (1999), A. Damodaran (1994), T. Dudycz (2005), A. Fierla (2008), A. Jaki (2006), S. Kasiewicz, E. Mączyńska (1999), M.J. Matschke, G. Brosek (2012), E. Mączyńska (2005), R.W. Mills (2005), B. Nita (2007), W. Patena (2010), P. Szczepankowski (2007), D. Zarzecki (1999). – uwaga jak do przypisu 1.

Wartość przedsiębiorstwa można do pewnego stopnia kształtować za pomocą tzw. generatorów wartości (*value drivers*). Ogólnie wartość przedsiębiorstwa kształtują decyzje: operacyjne, finansowe i inwestycyjne. A. Rappaport (1999, s. 65) wyróżnił 7 podstawowych czynników kreowania wartości:

- operacyjne: stopa wzrostu sprzedaży, stopa zysku operacyjnego, stopa podatku dochodowego;
- inwestycyjne: inwestycje w aktywa trwałe, inwestycje w aktywa obrotowe;
- finansowe: koszt kapitału;
- ogólne: okres wzrostu wartości.

A. Jaki (2012, s. 70) kategorię finansowych czynników wzrostu wartości uzupełnia o strukturę kapitału oraz o wynikający z niej poziom ryzyka. Natomiast T. Dudycz (2005, s. 29) podkreśla istotę wagi kapitału intelektualnego jako podstawowego (oprócz powyżej wymienionych) czynnika kreowania wartości przedsiębiorstwa.

Celem artykułu jest operacjonalizacja jednokierunkowej migracji wartości zarówno w ujęciu zagregowanym na poziomie GPW w Warszawie, jak również na poziomie wyspecyfikowanych sektorów gospodarczych. Tak postawiony cel można realizować za pomocą odpowiednio zaprojektowanych narzędzi analitycznych.

OPERACJONALIZACJA JEDNOKIERUNKOWEJ MIGRACJI WARTOŚCI

Analizę jednokierunkowej migracji wartości można realizować za pomocą stosunkowo prostej implementacji kategorii rynkowej wartości dodanej (*Market Value Added – MVA*) w odniesieniu do analizowanego układu przedsiębiorstw. Układ ten może obejmować przedsiębiorstwa zakwalifikowane do poszczególnych sektorów gospodarczych lub też całościowo wszystkie spółki kapitałowe notowane na giełdzie papierów wartościowych. Analizowany układ przedsiębiorstw będzie rozpatrywany w zakresie odpływu i przyływu wartości.

Rynkowa wartość dodana określona jest następującą formułą:

$$MVA = pN - K_E, \quad (1)$$

gdzie:

p – bieżąca cena akcji przedsiębiorstwa;

N – liczba akcji;

K_E – skorygowana księgową wartość kapitału własnego.

Skorygowana księgową wartość kapitału własnego zawiera korekty kapitału własnego odczytywanego z bilansu o korekty niezbędnego ujęcia całkowitego kapitału zainwestowanego przez właścicieli. Twórcy miernika *MVA*, skorygowaną

wartość kapitału własnego (K_E) określaną mianem *ekonomicznej wartości księgowej kapitału własnego*.

Rynkowa wartość dodana ściśle powiązana jest z kategorią ekonomicznej wartości dodanej (*Economic Value Added – EVA*). *MVA* jest sumą oczekiwanych w przyszłości wartości *EVA*, zdyskontowanych średnim ważonym kosztem kapitału, co wykazał G.B. Steward (1991)

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} PV_{WACC,t} \cdot EVA_t, \quad (2)$$

gdzie:

MVA – rynkowa wartość dodana,
 EVA_t ($t = 1, 2, \dots, n$) – strumień zysków ekonomicznych,
 $WACC$ – średni ważony koszt kapitału,
 $PV_{WACC,t}$ – współczynnik dyskonta przy stopie dyskontowej równej $WACC$ i t okresach.

W celu konceptualizacji pomiaru stopnia jednokierunkowej migracji wartości wprowadzimy następujące oznaczenia:

- 1) *SMW* – saldo migracji wartości;
- 2) *USM* – udział w saldzie migracji;
- 3) *UOM* – udział w obrotach migracji.

Mając na uwadze cechę addytywności *MVA*, saldo migracji wartości (*SMW*) jest określone w następujący sposób:

$$SMW = \sum_{k=1}^{\infty} \Delta MVA_k, \quad (3)$$

gdzie:

SMW – saldo migracji wartości,
 MVA_k – rynkowa wartość dodana poszczególnych k -tych przedsiębiorstw analizowanego układu.

Udział k -tego przedsiębiorstwa w saldzie migracji wartości analizowanego układu wyraża się ilorazem zmiany *MVA* przedsiębiorstwa do wartości bezwzględnej salda migracji wartości, tj.

$$\text{UDZIAŁ W SALDZIE MIGRACJI} = \frac{\Delta MVA_k}{\left| \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k \right|}, \quad (4)$$

przy warunku ograniczającym

$$\sum_{k=1}^n \Delta MVA_k \neq 0 \rightarrow \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k \in (-\infty; 0) \cup (0; \infty). \quad (5)$$

Mianownik formuły (4) wyrażony jest wartością bezwzględną. W momencie gdy analizowany układ przedsiębiorstw w danym okresie wyraża się ujemnym saldem migracji wartości $\left(\sum_{k=1}^n \Delta MVA_k < 0\right)$, wówczas zastosowanie wartości bezwzględnej umożliwia ujawnienie tych spółek kapitałowych, od których odpłynęła wartość (charakteryzujących się ujemną zmianą MVA – licznik wzoru 4). I odwrotnie – spółki z dodatnią zmianą MVA przy ujemnym saldzie migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstw, przez zastosowanie wartości bezwzględnej, zostaną sklasyfikowane jako te przedsiębiorstwa, do których przyłączyła wartość.

Konstrukcję miernika udziału w obrotach migracji można zobrazować jako iloraz zmiany w ściśle określonym czasie rynkowej wartości dodanej ($DMVA_k$) pojedynczego przedsiębiorstwa do sumy modułów zmian MVA w analizowanym układzie przedsiębiorstw. Formalnie możemy to zapisać w postaci

$$\text{UDZIAŁ W OBROTACH MIGRACJI} = \frac{\Delta MVA_k}{\left| \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k \right|}, \quad (6)$$

przy warunku ograniczającym

$$\sum_{k=1}^n |\Delta MVA_k| \neq 0 \rightarrow \sum_{k=1}^n |\Delta MVA_k| \in (0; \infty). \quad (7)$$

Warunek ograniczający (7) jest zapisem formalnym. W praktyce nierówność zazwyczaj jest spełniona. Do jej spełnienia jest wymagana (choćby w stopniu minimalnym) zmiana rynkowej wartości dodanej co najmniej dla jednego podmiotu wchodzącego w skład analizowanego układu przedsiębiorstw.

Jeżeli saldo migracji wartości – SMW – jest większe od zera, a więc spełniona jest relacja

$$SMW = \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k > 0, \quad (8)$$

wówczas suma udziałów w saldzie migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstw wynosi 100%, co można zapisać w poniższy sposób:

$$\sum_{k=1}^n USM_k = 100\%, \quad (9)$$

przy jednoczesnym spełnieniu zajęcia relacji sumy udziału w obrotach migracji w przedziale od 0% wyłącznie do 100% włącznie, co formalnie zapisać można w postaci:

$$\sum_{k=1}^n UOM_k \in (0\%; 100\%). \quad (10)$$

W przypadku, gdy saldo migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstw ukształtuje się na poziomie mniejszym od zera, tj. zajdzie relacja (11):

$$SMW = \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k < 0, \quad (11)$$

wówczas suma udziałów w saldzie migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstw wyniesie -100% , co można zapisać w poniższy sposób:

$$\sum_{k=1}^n USM_k = -100\%, \quad (12)$$

gdzie jednocześnie suma udziałów w obrotach migracji zawrze się w przedziale od -100% włącznie do 0% wyłącznie, co formalnie zapisać można w postaci:

$$\sum_{k=1}^n UOM_k \in \langle -100\%; 0\% \rangle. \quad (13)$$

Do powyższych rozważań, ze względów formalnych, należy dokonać założenia urzeczywistnienia się w praktyce zerowego salda migracji wartości, ze względu na możliwość wzajemnej kompensacji dodatnich i ujemnych zmian MVA wewnątrz analizowanego układu przedsiębiorstw w precyzyjnie określonym czasie analizy. W momencie, gdy saldo migracji wartości jest równe zero, tj.

$$SMW = \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k = 0, \quad (14)$$

udziały w saldzie migracji wartości poszczególnych spółek są nieokreślone (mianownik relacji (4) wynosi 0), a w konsekwencji suma udziałów analizowanego układu przedsiębiorstw jest również nieokreślona, co można wyrazić formalnie w postaci:

$$\sum_{k=1}^n USM_k = \emptyset, \quad (15)$$

zaś suma udziałów w obrotach migracji wartości wyniesie wówczas 0% :

$$\sum_{k=1}^n UOM_k = 0\%. \quad (16)$$

Powyższe zależności zbiorczo przedstawiono w tabeli 1.

Mając na uwadze relacje (8)÷(16), można skonstruować miarę określającą stopień jednokierunkowej migracji wartości w odniesieniu do analizowanego układu przedsiębiorstw. Wprowadzimy nową kategorię, określając ją jako miernik *stopnia jednokierunkowej migracji wartości* analizowanego układu przedsiębiorstw i wyrażając w postaci

$$SJMW = \frac{\sum_{k=1}^n UOM_k}{\left| \sum_{k=1}^n USM_k \right|}, \quad (17)$$

przy warunku ograniczającym

Tabela 1. Zależności pomiędzy sumą udziałów w saldzie migracji a sumą udziałów w obrotach migracji ze względu na saldo migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstw

Saldo migracji wartości (<i>SMW</i>)	Suma udziałów w saldzie migracji	Suma udziałów w obrotach migracji
$SMW = \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k > 0$	$\sum_{k=1}^n USM_k = 100\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k \in \langle 0\%, 100\% \rangle$
$SMW = \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k < 0$	$\sum_{k=1}^n USM_k = -100\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k \in \langle -100\%, 0\% \rangle$
$SMW = \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k = 0$	$\sum_{k=1}^n USM_k = 0$	$\sum_{k=1}^n UOM_k = 0\%$

Źródło: opracowanie własne.

$$\sum_{k=1}^n USM_k \neq 0 \rightarrow SMW = \sum_{k=1}^n \Delta MVA_k = 0. \quad (18)$$

Relacja ilorazu sumy udziałów w obrotach migracji do wartości bezwzględnej sumy udziałów w saldzie migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstw wyznacza kierunek (odpływ lub przyływ) oraz siłę (stopień) jednokierunkowej migracji wartości (w odniesieniu do analizowanej grupy podmiotów).

Na mocy formuł (17)÷(18) indeks stopnia jednokierunkowej migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstw przybiera wartości od -100% do 100% , z zaznaczeniem, iż nie może osiągnąć poziomu zerowego ze względu na przyjęty warunek opisany nierównością (18), tj.

$$SJMW \in \langle -100\%, 0\% \rangle \cup \langle 0\%, 100\% \rangle. \quad (19)$$

Jeżeli miernik stopnia jednokierunkowej migracji wartości w odniesieniu do analizowanego układu przedsiębiorstw jest równy 100% , wówczas nastąpiła jednokierunkowa migracja wartości do grupy analizowanych podmiotów z zewnątrz układu, tj. innych przedsiębiorstw nieobjętych analizą lub z innych instrumentów finansowych. Inaczej mówiąc, nastąpił przyływ wartości do wewnątrz analizowanego układu przedsiębiorstw, z zaznaczeniem iż wszystkie podmioty zanotowały przyływ wartości (nie nastąpił odpływ wartości w odniesieniu do jakiegokolwiek podmiotu). W przypadku, gdy powyższy indeks osiągnie wartość równą -100% , wówczas oznacza to, iż ze wszystkich analizowanych spółek odpłynęła wartość do innych nie analizowanych przedsiębiorstw lub innych instrumentów finansowych – tj. jednokierunkowy odpływ wartości z danego układu podmiotów.

Indeks stopnia jednokierunkowej migracji wartości opisany równaniem (17), wyrażony jako iloraz sumy udziałów w obrotach migracji do wartości bezwzględ-

nej sumy udziałów w saldzie migracji analizowanego układu przedsiębiorstw, w rzeczywistości jest równy sumie udziałów w obrotach migracji wartości tegoż samego układu (grupy rozpatrywanych przedsiębiorstw), czyli

$$SJMW = \frac{\sum_{k=1}^n UOM_k}{\left| \sum_{k=1}^n USM_k \right|} = \sum_{k=1}^n UOM_k. \quad (20)$$

Jest tak, ponieważ suma udziałów w saldzie migracji wartości analizowanego układu przedsiębiorstwa przyjmuje wartości (przy założeniu spełnienia warunku opisanego relacją (18))

$$\sum_{k=1}^n USM_k \in -100\% \vee 100\%. \quad (21)$$

Mianownik lewej strony równości (20) wyraża się w postaci modułu sumy udziałów w saldzie migracji analizowanego układu, a zatem przyjmuje wartość wyłącznie +100%.

Należy zauważyć jeszcze jedną właściwość stopnia jednokierunkowej migracji wartości (*SJMW*). W przypadku uzyskania wyniku na poziomie dokładnie 100% lub -100%, wówczas dla poszczególnych spółek, rozpatrywanych jako analizowany układ podmiotów, występuje dokładna zgodność w uzyskiwanych wartościach udziału w saldzie migracji wartości (*USM*) z udziałem w obrotach migracji (*UOM*). Innymi słowy, spełnione są następujące relacje:

$$USM_k = UOM_k, \quad (22)$$

$$\sum_{k=1}^n USM_k = \sum_{k=1}^n UOM_k. \quad (23)$$

Zwracam uwagę na kontekst analizowanego układu przedsiębiorstw. Mogą to być wszystkie przedsiębiorstwa notowane na giełdzie papierów wartościowych lub też spółki wchodzące w skład danego makrosektora lub danej gałęzi gospodarki. Szczególnie w odniesieniu do przedsiębiorstw poszczególnych branż analiza jednokierunkowej migracji wartości może prowadzić do interesujących wniosków.

ANALIZA JEDNOKIERUNKOWEJ MIGRACJI WARTOŚCI W UJĘCIU RYNKU GIEŁDOWEGO

Badaniem w zakresie jednokierunkowej migracji wartości względem całego rynku giełdowego objęto wszystkie przedsiębiorstwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2002–2007. Liczbę objętych badaniem przedsiębiorstw w poszczególnych okresach zaprezentowano w tabeli 2.

Analizę jednokierunkowej migracji wartości przeprowadzono dla 2007 roku. Podział na poszczególne sektory oparto (choć ostatecznie w sposób zmodyfikowany przez autora) na klasyfikacji sektorowej zaproponowanej przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i udokumentowanej w oficjalnym biuletynie „Cedula

Tabela 2. Liczba analizowanych spółek notowanych w poszczególnych okresach

Rok	Liczba spółek na koniec roku
2002	216
2003	203
2004	230
2005	255
2006	283
2007	270

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w *Roczniku Giełdowym*.

Tabela 3. Liczba spółek zakwalifikowanych do poszczególnych sektorów gospodarczych w 2007 roku

L.p.	Sektor	Liczba spółek
1	Budownictwo	22
2	Deweloperzy	9
3	Energetyka	5
4	Finanse-inne	19
5	Finansowy	16
6	Handel detaliczny	17
7	Handel hurtowy	21
8	Hotele i restauracje	5
9	Informatyka	25
10	Materiały budowlane	12
11	Media	12
12	Przemysł chemiczny	22
13	Przemysł drzewno-papierniczy	7
14	Przemysł elektromaszynowy	15
15	Przemysł lekki	10
16	Przemysł metalowy	14
17	Spożywczy	18
18	Telekomunikacja	7
19	Usługi	14
Razem:		270

Źródło: opracowanie własne.

Giełdy Warszawskiej” (2007). Modyfikacja dotyczyła połączenia niektórych sektorów gospodarczych, do których należało mniej niż 5 przedsiębiorstw. Liczbę spółek przypisanych do odpowiednich sektorów w poszczególnych latach prezentuje tabela 3.

Na początku zostanie oceniony stopień jednokierunkowej migracji wartości w odniesieniu do analizowanego układu przedsiębiorstw stanowiącego wszystkie spółki poddane badaniu oddzielnie w poszczególnych okresach. W tak przyjętym układzie przedsiębiorstw do analizy zostaną zastosowane mierniki salda migracji wartości gospodarki (czyli suma zmian rynkowej wartości dodanej wszystkich przedsiębiorstw giełdowych), suma udziałów w saldzie migracji gospodarki oraz suma udziałów w obrotach migracji gospodarki. W tabeli 4 zaprezentowano powyższe charakterystyki zagregowane na poziomie wszystkich spółek stanowiących analizowany układ (spółki notowane na GPW).

Tabela 4. Charakterystyka jednokierunkowej migracji wartości w ujęciu rynku giełdowego

Miernik Rok	Saldo migracji wartości (suma ΔMVA) w tys. zł	Suma udziałów w saldzie migracji wartości (gospodarki) $\sum_{k=1}^n USM_k$	Suma udziałów w obrotach migracji (gospodarki) $\sum_{k=1}^n UOM_k$
2002	5 853 990,30	100%	23,5%
2003	11 299 812,00	100%	20,5%
2004	44 683 802,40	100%	67,5%
2005	93 487 112,10	100%	83,2%
2006	122 307 465,30	100%	74,3%
2007	131 131 522,91	100%	2,6%

Źródło: opracowanie własne.

Saldo migracji wartości w odniesieniu do wszystkich przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych – stanowiące sumę zmian rynkowej wartości dodanej tych przedsiębiorstw – w każdym okresie badania w latach 2002–2007 jest dodatnie. Do publicznych spółek kapitałowych co roku napływała więc wartość z innych przedsiębiorstw lub innych instrumentów finansowych. Najniższe saldo migracji wartości obserwujemy w roku 2002 – 5,85 mld zł i z każdym kolejnym okresem saldo to ulega zwiększeniu do wartości 131,13 mld zł w 2007 roku. Łącznie w sześcioletnim okresie badawczym do polskich publicznych spółek kapitałowych napłynęło ponad 408,76 mld zł wartości. W tym miejscu warto zwrócić uwagę na fakt, iż od 2003 r. do 2006 r. na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych panowała nieprzerwanie hossą³.

³ Świadczy o tym choćby stopa zwrotu z podstawowego indeksu giełdowego WIG, gdzie w roku 2002 wyniosła ona zaledwie 3,2%, zaś w kolejnych latach 2003–2006 odpowiednio: 44,9%, 27,9%, 33,6%, 41,6%. Natomiast w roku 2007 nastąpiło osłabienie wzrostu indeksu WIG, który wyniósł 10,39%.

Tabela 5. Zestawienie mierników do analizy jednokierunkowej migracji wartości dla poszczególnych sektorów gospodarczych w 2007 roku

Specyfikacja Sektor	Zmiana <i>MVA</i>	Udział w saldzie migracji sektora	Udział w obrotach migracji sektora (SJMw – stopień jednokierunkowej migracji wartości)
Budownictwo	3 194 565,1	100,0%	74,1%
Deweloperzy	29 270 788,4	100,0%	89,8%
Energetyka	40 249 808,5	100,0%	99,9%
Finanse inne	-392 196,8	-100,0%	-14,6%
Finansowy	30 509 955,2	100,0%	45,1%
Handel detaliczny	5 184 880,6	100,0%	70,5%
Handel hurtowy	2 701 174,2	100,0%	75,4%
Hotele i restauracje	90 581,4	100,0%	5,0%
Informatyka	-1 635 653,3	-100,0%	-46,9%
Materiały budowlane	-156 526,0	-100,0%	-8,5%
Media	9 035 243,3	100,0%	92,2%
Przemysł chemiczny	14 495 396,3	100,0%	55,3%
Przemysł drzewno-papierniczy	-2 475 666,8	-100,0%	-97,4%
Przemysł elektromaszynowy	1 601 661,4	100,0%	64,6%
Przemysł lekki	-459 218,5	-100,0%	-33,7%
Przemysł metalowy	4 110 973,2	100,0%	50,6%
Spożywczy	74 819,5	100,0%	2,2%
Telekomunikacja	-3 334 585,7	-100,0%	-95,7%
Usługi	-934 477,2	-100,0%	-63,8%
Gospodarka	131 131 522,9	500,0%	364,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań empirycznych.

Dodatniemu saldu migracji wartości (dodatniej sumie zmian *MVA* analizowanych przedsiębiorstw) towarzyszy suma udziałów w saldzie migracji wartości w wysokości 100%, zaś suma udziałów w obrotach migracji gospodarki zawiera się w przedziale (0%; 100%>, zgodnie z modelem teoretycznym – por. tabela 1. Najwyższa wartość sumy udziałów w obrotach migracji (indeks stopnia jednokie-

runkowej migracji wartości) uzyskano w roku 2005, osiągając poziom 83%. Oczywiście nie oznacza to, iż w 2005 r. nastąpiła całkowita jednokierunkowa migracja wartości (nie do wszystkich analizowanych podmiotów napłynęła wartość) oraz nie świadczy to również o największym przyptywie wartości do analizowanego układu – za jaki w tym miejscu przyjęto wszystkie spółki kapitałowe notowane na GPW. Powyższy wynik stopnia jednokierunkowej migracji wartości świadczy o największym udziale spółek w odniesieniu do całkowitego analizowanego układu przedsiębiorstw, których źródłem przyptywu wartości jest zewnętrzny napływ wartości (czyli spoza układu analizowanych podmiotów).

Natomiast najniższy poziom stopnia jednokierunkowej migracji wartości obserwujemy w roku 2007, zaledwie 2,6%, oraz w latach 2002–2003 odpowiednio: 20% i 23%. W okresach tych wartość napływała do przedsiębiorstw bardziej w wyniku przejęcia odpływającej wartości z innych analizowanych podmiotów niż spoza analizowanego układu przedsiębiorstw i/lub z innych możliwości inwestycyjnych. Szczególnie w roku 2007 suma udziałów w obrotach migracji gospodarki jest bliska zeru. Oznacza to, iż dla zdecydowanej większości spółek, do których napłynęła wartość, źródło przyptywu wartości stanowił odpływ wartości od pozostałych spółek analizowanego układu przedsiębiorstw. Zaś dla nieznacznej liczby przedsiębiorstw źródłem przyptywu wartości było dodatnie saldo migracji wartości, czyli suma zmian $MVA \sum \Delta MVA$ analizowanego układu przedsiębiorstw. Innymi słowy, nieznaczna część analizowanego układu przedsiębiorstw w 2007 r. stała się beneficjentem wysokiego (najwyższego w latach 2002–2007) salda migracji wartości w odniesieniu do całego rynku kapitałowego, co jest wynikiem dość zaskakującym.

ANALIZA JEDNOKIERUNKOWEJ MIGRACJI WARTOŚCI WZGLĘDEM SEKTORÓW GOSPODARCZYCH

W dalszej części przeprowadzimy analizę pod kątem jednokierunkowej migracji wartości w odniesieniu do poszczególnych sektorów gospodarczych w 2007 r., rozpatrując je jako odrębne układy analizowanych przedsiębiorstw. Do realizacji tak zaprogramowanego obszaru badawczego zostaną wykorzystane mierniki salda migracji wartości gospodarki (czyli suma zmian rynkowej wartości dodanej przedsiębiorstw wchodzących w skład danego sektora), suma udziałów w saldzie migracji sektora oraz suma udziałów w obrotach migracji sektora⁴. W tabeli 5 zamieszczono zestawienie trzech powyższych kategorii dla poszczególnych 19 gałęzi gospodarek w 2007 roku.

Żaden z 19 analizowanych sektorów gospodarczych nie charakteryzuje się całkowitą jednokierunkową migracją wartości (ani jeden sektor nie zanotował war-

⁴ W odróżnieniu do analizy jednokierunkowej migracji wartości względem wszystkich spółek notowanych na rynku giełdowym analiza w odniesieniu do sektorów gospodarczych – stanowiących analizowany układ przedsiębiorstw – jest oparta na miernikach udziału w saldzie i udziale w obrotach sektora, a nie gospodarki.

tości indeksu stopnia jednokierunkowej migracji wartości – $SJMW$ – w wysokości 100% lub –100%). Indeks stopnia jednokierunkowej migracji wartości zbliżonym do 100% charakteryzuje się sektor ENERGETYKA – $SJMW = 99,9\%$, co oznacza, iż prawie wszystkie spółki wchodzące w skład tej samej branży przyciągały wartość od innych przedsiębiorstw i/lub źródło przyływu wartości stanowiły przepływ kapitałów spoza analizowanego układu przedsiębiorstw bądź z możliwości inwestycyjnych nie związanych z finansowaniem majątku przedsiębiorstwa.

Można zaobserwować jeszcze dwa sektory, których indeks stopnia jednokierunkowej migracji wartości jest bliski 100%, a ściślej w zakresie $\langle 89\% \div 93\% \rangle$. Są to sektory: (1) MEDIA ($SJMW = 92,2\%$) i (2) DEWELOPERZY ($SJMW = 89,8\%$).

Natomiast wysokim stopniem jednokierunkowego odpływu wartości charakteryzują się dwa sektory, tj. (1) PRZEMYSŁ DRZEWNO-PAPIERNICZY ($SJMW = -97,4\%$) oraz (2) TELEKOMUNIKACJA ($SJMW = -95,7\%$).

Ponieważ w 2007 r. łączne saldo migracji wartości – w odniesieniu do całego analizowanego rynku kapitałowego – jest dodatnie (suma zmian MVA wyniosła 131,13 mld zł, a suma udziałów w saldzie migracji gospodarki 100%), zatem zdecydowana większość odpływu wartości z przedsiębiorstw obu powyższych sektorów została przejęta przez spółki kapitałowe z innych branż analizowanego układu przedsiębiorstw.

Dość niskim stopniem jednokierunkowej migracji wartości ($SJMW$ w zakresie co do modułu $|15\%|$) charakteryzują się 4 sektory: (1) SPOŻYWCZY ($SJMW = 2,2\%$), (2) HOTELE I RESTAURACJE ($SJMW = 5,0\%$), (3) MATERIAŁY BUDOWLANE ($SJMW = -8,5\%$), (4) FINANSE INNE ($SJMW = -14,6\%$). Spółki wewnątrz każdego z tych sektorów przechwytyują od siebie nawzajem wartość. Innymi słowy, odpływająca wartość z jednego przedsiębiorstwa płynie do innych spółek wewnątrz tej samej branży.

Dla tych sektorów, których indeks stopnia jednokierunkowej migracji wartości jest w powyższych przypadkach dodatni, pewna nieznacząca część przyływającej wartości jest przechwytywana przez niektóre spółki od przedsiębiorstw spoza sektora, zaś zdecydowanie większość wartości przyływa od innych przedsiębiorstw tego samego sektora. Dla tych sektorów, których indeks stopnia jednokierunkowej migracji wartości jest w powyższych przypadkach ujemny, nieznacząca część odpływającej wartości z niektórych spółek przejęta została przez przedsiębiorstwa innych sektorów gospodarczych.

Ścisłe rozgraniczenie między wartościami stopnia jednokierunkowej migracji wartości w ujęciu sektorowym ($SJMW_{SEK}$) a sumą udziałów w saldzie migracji gospodarki $\left(\sum_{k=1}^n USM_k \right)$ zamieszczono w tabeli 6.

Warto zaznaczyć, iż wśród poddanych analizie przedsiębiorstw nie zaobserwowano zerowego udziału w saldzie migracji, co sprawia, że żadna ze spółek nie zanotowała braku zmiany rynkowej wartości dodanej ($\Delta MVA \neq 0$). Oznacza to brak obserwacji w odniesieniu do analizowanych przedsiębiorstw w aspekcie znajdowania się w punkcie rzeczywistej stabilizacji wartości.

Tabela 6. Relacje pomiędzy $SJMW_{SEK}$ a sumą udziałów w saldzie migracji gospodarki

$SJMW_{SEK}$	Suma udziałów w saldzie migracji	Interpretacja
$SJMW_{SEK} = 100\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k = 100\%$	Do wszystkich spółek sektora przyływa wartość. Źródło przyływu stanowią spółki z innych sektorów oraz spoza analizowanego układu przedsiębiorstw i/lub innych możliwości alokacji kapitału.
$SJMW_{SEK} = -100\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k = 100\%$	Od wszystkich spółek odpywa wartość. Odpywającą wartość przechwytyją przedsiębiorstwa w ramach analizowanego układu, lecz spoza sektora gospodarczego.
$SJMW_{SEK} = 5\%^a$	$\sum_{k=1}^n USM_k = 100\%$	Większość spółek przechwytyje wartość od pozostałych spółek tego sektora. Dla nieznaczonej ilości spółek źródłem przyływu wartości stanowią spółki spoza analizowanego układu przedsiębiorstw i/lub innych możliwości alokacji kapitału.
$SJMW_{SEK} = -5\%^b$	$\sum_{k=1}^n USM_k = 100\%$	Większość spółek przechwytyje wartość od pozostałych spółek tego sektora. Dla nieznaczonej ilości spółek następuje odpływ wartości w kierunku spółek spoza sektora.
$SJMW_{SEK} = 100\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k = -100\%$	Do wszystkich spółek sektora przyływa wartość. Źródłem przyływu wartości jest odpywająca wartość spółek spoza sektora w ramach analizowanego układu przedsiębiorstw oraz spoza analizowanego układu przedsiębiorstw i/lub innych możliwości alokacji kapitału.
$SJMW_{SEK} = -100\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k = -100\%$	Od wszystkich spółek odpywa wartość. Odpywającą wartość przechwytyją spółki spoza analizowanego układu przedsiębiorstw i/lub wartość przepływa do innych możliwości alokacji kapitału.
$SJMW_{SEK} = 5\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k = -100\%$	Większość spółek przechwytyje wartość od pozostałych spółek tego sektora. Dla nieznaczonej ilości spółek źródłem przyływu wartości stanowią spółki spoza sektora.
$SJMW_{SEK} = -5\%$	$\sum_{k=1}^n USM_k = -100\%$	Większość spółek przechwytyje wartość od pozostałych spółek tego sektora. Dla nieznaczonej ilości spółek następuje odpływ wartości w kierunku spółek spoza analizowanego układu przedsiębiorstw i/lub innych możliwości alokacji kapitału.

^a wartość 5% jest arbitralna, chodzi o wartość dodatnią bliską 0%; ^b wartość -5% jest arbitralna, chodzi o wartość ujemną bliską 0%.

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 7 zaprezentowano spółki, których zmiana rynkowej wartości dodanej jest mniejsza co do modułu 1000 tys. zł ($|\Delta MVA| < 1000$ tys. zł) – w kolejności rosnącej modułu $|\Delta MVA|$.

Tabela 7. Spółki bliskie punktu rzeczywistej stabilizacji wartości

Spółka	Zmiana <i>MVA</i> [tys. zł]	Udział w saldzie migracji gospo- darki	Udział w saldzie migracji sektora
Torfarm	-239,98	-0,0002%	-0,009%
Muza	828,28	0,0006%	0,009%
Irena	-866,68	-0,0007%	-0,554%
NordeaBP	867,52	0,0007%	0,003%

Źródło: opracowanie własne.

Moduł udziału powyższych spółek w saldzie migracji gospodarki jest mniejszy od jednej tysięcznej procent, stąd można stwierdzić, że przedsiębiorstwa te znajdują się blisko punktu tzw. rzeczywistej stabilizacji wartości.

PODSUMOWANIE

Analizę jednokierunkowej migracji wartości względem sektorów gospodarczych można realizować za pomocą stosunkowo prostego w implementacji narzędzia w postaci stopnia sumy obrotów w migracji wartości spółek wchodzących w skład analizowanego sektora gospodarczego, określonego jako stopień jednokierunkowej migracji wartości (*SJMW*). Natomiast analizę jednokierunkowej migracji wartości w zakresie całej Giełdy Papierów Wartościowych można prowadzić za pomocą salda migracji wartości (*SMW*) oraz sumy udziałów poszczególnych spółek w analizowanym układzie przedsiębiorstw, czyli wszystkich przedsiębiorstw notowanych na giełdzie.

Dodatnie saldo migracji wartości w odniesieniu do całego analizowanego układu przedsiębiorstw, czyli suma zmian na przestrzeni jednego okresu rocznego rynkowych wartości dodanych spółek świadczy o przyplywie wartości do spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych spoza analizowanego układu przedsiębiorstw lub też źródło stanowi odpływ kapitału z innych możliwości alokacji kapitałów, niezwiązanych z finansowaniem majątku przedsiębiorstw. Wysokie dodatnie saldo migracji wartości spółek giełdowych może być wynikiem zewnętrznego przyływu znacznej wartości do zaledwie kilkunastu przedsiębiorstw, jak to miało miejsce w 2007 r. – *SMW* = 131,1 mld zł; *SJMW* = 2,6%.

W ujęciu analizy sektorowej występują sektory o prawie jednokierunkowym przyplywie wartości (ENERGETYKA – *SJMW* = 99,9%) oraz o bliskim jedno-

kierunkowym odpływie wartości (PRZEMYSŁ DRZEWNOPAPIERNICZY – $SJMW = -97,4\%$). Sektory gospodarcze z wartością modułu stopnia jednokierunkowej migracji wartości oscylującą wokół zera, charakteryzują się dwukierunkową migracją wartości, gdzie źródłem przyływu jednych spółek jest odpływ wartości innych przedsiębiorstw wewnątrz tego samego sektora.

Należy podkreślić, że jednokierunkowy przyływ (odpływ) wartości w ramach danej branży nie oznacza największego przyływu (odpływu) wartości w ujęciu bezwzględnym. O ile w przytaczanym przykładzie branży energetycznej blisko 100% stopień jednokierunkowej migracji wartości ($SJMW = 99,9\%$) przełożył się na najwyższy przyływ wartości względem pozostałych sektorów w ujęciu bezwzględnym (przyływ wartości wyniósł ponad 40,2 mld zł), to już drugi sektor pod względem jednokierunkowego przyływu wartości ($SJMW = 92,2\%$) uzyskał przyływ wartości w kwocie niewiele ponad 9 mld zł, co stanowi piąty wynik. Z kolei drugi wynik pod względem wartościowego przyływu do sektora gospodarczego, jaki zanotował sektor FINANSE (zmiana MVA wyniosła ponad 30,5 mld złotych), na co zapracowała niespełna połowa spółek, stopień jednokierunkowej migracji wartości $SJMW = 45,1\%$.

Analiza stopnia jednokierunkowej migracji wartości w ujęciu sektorowym może być użytecznym narzędziem w zakresie identyfikacji ogólnych kierunków przepływów wartości na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Warto podkreślić, że analiza jednokierunkowej migracji wartości może być prowadzona w odniesieniu do przedsiębiorstw na różne sposoby agregowanych do poszczególnych grup, np. przemysł, usługi i finanse.

BIBLIOGRAFIA

- Almasy E., Slywotzky A. (1999), *Pattern thinking: Identifying tomorrow's profit zones*, "Ivey Business Journal", Vol. 61, No. 1, September/October, s. 14–17.
- Baptista J.P.A. (1999), *The New Profit Zones: Growing Shareholders Value in the Communications Industry. Commentary*, Mercer Management Consulting.
- Bartkowiak P. (2001), *Migracja wartości przedsiębiorstwa w metodzie dochodowej*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Materiały Konferencji Naukowej, Gdynia 2001, s. 111–115.
- Billington J. (1997), *Understanding value migration and putting it to work*, "Harvard Management Update", Vol. 2, No. 6, June, s. 4–6.
- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J. (1999), *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.
- Brabazon T. (1999), *Value migration. Where is the value in your industry going?* "Accountancy Ireland", Vol. 31, No. 3, June, s. 14–15.
- Campbell M.K. (2001), *The ascent of the customer*, "IEEE Potentials", Vol. 20, No. 2, April/May, s. 3–5.
- Cedula Giełdy Warszawskiej. Oficjalny Biuletyn*, Nr 249/2007 (3710).
- Coady P.A., Faseruk A. (1997), *Evaluation of valuation methodologies in developed and developing countries*, "Journal of Financial Management and Analysis", No 2.

- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig-Press, Warszawa.
- Cornell B. (1999), *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa.
- Damadaran A. (1994), *Damadaran on Valuation. Security Analysis for Investments and Corporate Finance*, John Wiley&Sons, New York.
- Dobiegała-Korona B. (2001), *Wpływ strategii marketingowych na migrację wartości przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa.
- Dobiegała-Korona B. (2006), *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa*, w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), Difin, Warszawa, s. 217–240.
- Donol J.P. (1997), *The great value migration*, „Chief Executive”, No. 123, May, s. 64–73.
- Dudycz T. (2005), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Filera A. (2008), *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Griffiths E.C. (1997), *Where Does Your Profitability Reside? “Equipment Leasing Today”*, Vol. 9, No. 5, May.
- Herman A. (2006), *Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), Difin, Warszawa, s. 17–40.
- Herman A., Szablewski A. (1999), *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie wartością firmy*, A. Herman, A. Szablewski (red.), Poltext, Warszawa, s. 13–56.
- Jaki A. (2006), *Wycena przedsiębiorstw: przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Jaki A. (2012), *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Kasiewicz S., Mączyńska E. (1999), *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie wartością firmy*, A. Herman, A. Szablewski (red.), Poltext, Warszawa, s. 101–154.
- Klincewicz K. (2005), *Przemiany w branży high-tech i zjawisko migracji wartości*, „Studia i Materiały”, nr 2, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Koźmiński A.K. (2004), *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Leśniak-Łebkowska K. (2001), *Zasobowa koncepcja budowy strategii a tworzenie i migracja wartości*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 2 (104), Warszawa 2001, s. 15–30.
- Mączyńska E. (2005), *Wycena przedsiębiorstw: zasady, procedury, metody*, Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa.
- Marcinkowska M. (2000), *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Matschke M.J., Brosek G. (2011), *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer, Warszawa.

- Mills R.W. (2005), *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców. Zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk.
- Moser T., Moukanas H. (2001), *Finding the right drivers of value growth. with so many options, which initiatives really matter? The value growth agenda*, „Mercer Management Journal”, No. 13.
- Nita B. (2007), *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Ostrowska E. (2001), *Migracja dochodowości akcji na rynku kapitałowym*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001.
- Ostrowska E. (2007), *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007.
- Owen D., Griffiths R. (2006), *Mapping the Markets. A Guide to Stockmarket Analysis*, Bloomberg Press, New York.
- Patena W. (2012), *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer, Warszawa.
- Rapaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik dla menedżera i inwestora*, WIG PRESS, Warszawa.
- Rocznik Giełdowy 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (www.gpw.pl).
- Sharma A., Krishnan R., Grewal D. (2001), *Value creation in markets. A critical area of focus for business-to-business markets*, „Industrial Marketing Management”, No. 20, s. 391–402.
- Siudak M. (2000), *Analiza migracji wartości w Polsce*, w: Knosala R. (red.), *Komputerowo zintegrowane zarządzanie (Materiały konferencyjne)*, Tom II, WNT, Warszawa, s. 170–179.
- Siudak M. (2001), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa.
- Slywotzky A.J., Baumgartner P., Alberts L., Moukanas H. (2006), *Are you enjoying globalization yet? The surprising implications for business*, „Journal of Business Strategy”, Vol. 27, No. 4, s. 23–32.
- Slywotzky A.J., Linthicum F. (1997), *Capturing value in five moves or less: The new game of business*, „Strategy & Leadership”, Vol. 25, No. 1, January/February, s. 5–11.
- Slywotzky A.J., Morrison D.J., Andelman B. (2000), *Strefa zysku. Strategiczne modele działalności*, PWE, Warszawa 2000.
- Slywotzky A.J., Wise R., Weber K. (2006), *Od zastoju do rozwoju. Strategie trwałego wzrostu*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.
- Stewart G.B. (1991), *The Quest for Value. The EVA Management Guide*, Harper Business, New York.
- Strikwerda J., van Amerongen M., van Wijck M. (2000), *How Do Firms Adapt Their Organization to the New or Informational Economy?* Research Memorandum No. 5, Nolan Norton Institute, 2000.
- Suszyński C. (red.) (2007), *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, PWE, Warszawa 2007.
- Szablewski A. (2005), *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2005, s. 21–60.

- Szablewski A. (2008), *Migracje kapitału i wartości w warunkach globalnej niestabilności*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, nr 3 (8), lipiec–wrzesień, Warszawa.
- Migracja kapitału w globalnej gospodarce* (2009), A. Szablewski (red.), Difin, Warszawa 2009.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wiatr M. (2006), *Migracja wartości a procesy przedsiębiorczości*, w: Strużycki M. (red.), *Przedsiębiorczość w teorii i praktyce*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006, s. 27–47.
- Woodard J.C. (2006), *Architectural Control and Value Migration in Platform Industries*, Academy of Management, 2006 Annual Meeting, Atlanta, August 2006.
- Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstwa*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

STRESZCZENIE

W opracowaniu podjęto problematykę analizy jednokierunkowej migracji wartości przedsiębiorstw na poziomie zagregowanym względem sektorów gospodarczych oraz całej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem artykułu jest operacjonalizacja jednokierunkowej migracji wartości. Do realizacji tego celu można wykorzystać odpowiednio zaprojektowane narzędzia analityczne (saldo migracji wartości, udział w saldzie migracji wartości, udział w obrotach migracji oraz stopień jednokierunkowej migracji wartości), których podstawą jest rynkowa wartość dodana. Jednokierunkowa migracja wartości oznacza jednoczesny przepływ wartości do/z analizowanego układu przedsiębiorstw (np. wchodzące w skład jednego sektora gospodarczego). Jednoczesny przepływ oznacza fluktuację w jednym tylko kierunku – przyływ wartości do analizowanego układu przedsiębiorstw lub jej odpływ z określonej grupy spółek.

Słowa kluczowe: jednokierunkowa migracja wartości, wartość przedsiębiorstwa, rynkowa wartość przedsiębiorstwa, przyływ wartości, odpływ wartości.

THE ANALYSIS OF ONE-WAY VALUE MIGRATION

ABSTRACT

The paper analyzes one-way enterprise value migration at the aggregate level with respect to economic sectors and the Warsaw Stock Exchange. The aim of the paper is to operationalize one-way value migration. The author deploys analytical tools, such as the balance of value migration, the share in the balance of value migration, share in value migration turnover as well as the degree of one-way value migration, which are based on the market value added. One-way value migration entails simultaneous flow of value to/from the considered set of

enterprises (i.e. constituting one economic sector). Simultaneous flow means a fluctuation in one direction only, i.e. inflow of value to the analyzed set of enterprises or outflow of value from the group of companies.

Keywords: one-way value migration, corporate value, market corporate value, value inflow, value outflow.

JEL Classification: G00, G10, G19