

## **Analiza wartości polskich przedsiębiorstw w dobie kryzysu finansowego**

### **Wstęp**

Celem artykułu jest przedstawienie wpływu globalnego kryzysu finansowego na efektywność zarządzania i tworzenia wartości rynkowej polskich przedsiębiorstw.

W ramach referatu zaprezentowano wyniki empiryczne analizy wpływu kryzysu finansowego na wartość rynkową polskich spółek giełdowych.

Badania prowadzone były na próbie 99 polskich niefinansowych przedsiębiorstw, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (w systemie ciągłych notowań). Okres analizy to lata 2001 - 2010. Za główną zmienną badawczą wybrano miarę Rynkowej Wartości Dodanej - MVA<sup>1</sup> [Ostaszewski, 2000, s. 194], której wartość policzono dla każdej ze spółki, a także wyprowadzono wartość uśrednioną dla całej próby jak i poszczególnych grup badawczych.

### **1. Globalny kryzys finansowy XXI wieku**

Początek XXI wieku (czyli lata 2000-2006) to okres względnie stabilnego wzrostu gospodarek światowych. Nawet chwilowe zawirowania na rynku amerykańskim lat 2000-2002 (pęknięcie tzw. bańki spekulacyjnej rynku spółek technologicznych: "dot-comów") i ówczesna krótkotrwała recesja [Stiglitz, 2010, s. 4] w Stanach Zjednoczonych Ameryki nie miały istotnego wpływu na gospodarki innych państw, w tym Europy Zachodniej i Środkowo-Wschodniej. Dopiero połowa roku 2007 i pęknięcie tzw. bańki kredytów hipotecznych [Borowski, 2008, s. 87-03] wywołało lawinę zdarzeń mających swoje równoczesne odzwierciedlenie na rynkach innych krajów. W zasadzie rok 2008 uznawany jest za moment kulminacyjny ww. zdarzeń, dający początek ogólnoświatowemu kryzysowi finansowo - gospodarczemu, zwanemu też Wielką Recesją [Stiglitz, 2010, s. 1]. Zjawiska mające miejsce w roku 2008 zostały określone ww. mianem ze względu na niemalże równoczesne ich wystąpienie w różnych częściach Globu. Zdarzenia, o których mowa szerzej w dalszej części artykułu spowodowały załamanie się systemów finansowych i rynkowych różnych państw na Świecie.

#### **1.1. Przyczyny systemowe "lokalnego" kryzysu finansowego**

Za pośrednie źródło obecnego globalnego kryzysu gospodarczego można uznać wydarzenia w Stanach Zjednoczonych z lat 2000 - 2002, kiedy to pękła

---

\* Mgr inż., Instytut Organizacji i Zarządzania, Wydział Informatyki i Zarządzania, Politechnika Wroclawska, stanislaw.lewinski@pwr.wroc.pl.

<sup>1</sup> Market Value Added

tw. bańka technologiczna: „dot – comowa” [Stiglitz, 2010, s. 4-5]. Wówczas to ceny akcji spółek branży technologicznej drastycznie spadły (o ponad 78%). Spadek na rynku technologicznym znacząco negatywnie odbił się na kondycji amerykańskiej gospodarki, w związku z wysokim zaangażowaniem kapitału inwestycyjnego w tym sektorze. Można nawet śmiało powiedzieć, iż rok 2001 był dla Ameryki początkiem krótkotrwałej recesji.

Odpowiedzią rządu na tą zapaść gospodarczą było wprowadzenie agendy oferującej obniżkę podatków dla bogatych. Rozwiązanie to tylko częściowo ożywiło gospodarkę. Wobec tego ówczesny prezes Rezerwy Federalnej (FED), Alan Greenspan obniżył stopy procentowe (cykl obniżek trwał od połowy roku 2000 do połowy roku 2003, w tym czasie stopy procentowe zostały obniżone z poziomu 6,5% do 1%). W skutek tego rynek został "zalan" wolną gotówką (z niskoprocentowanych kredytów). Jednak te środki pieniężne nie wpłynęły na gospodarkę w zakładany sposób, zamiast spowodować wzrost ilości i wartości inwestycji w zakłady produkcyjne i ich wyposażenie, to wygenerowały powstanie nowej bańki spekulacyjnej, tym razem na rynkach nieruchomości.

Bańka spekulacyjna, o której mowa powstała w skutek zwiększenia inwestycji w budowę nowych nieruchomości i ich sprzedaży, finansowanej ze strony kupującego "taniami" i bardzo łatwo dostępnymi kredytami i pożyczkami hipotecznymi.

Zagadnienie to stało się przyczyną późniejszej recesji z trzech podstawowych względów. Po pierwsze od drugiej połowy roku 2003 amerykańskie stopy procentowe zostały podwyższone przez FED z poziomu 1% do 5,25%. Po drugie zezwolono bankom na udzielanie kredytów na zmienną stopę procentową, co teoretycznie miało bardziej dostosowywać udzielane zadłużenie do warunków rynkowych [Borkowski, 2008, s. 81]. Po trzecie banki bez opamiętania zaczęły udzielać tzw. kredytów "subprime", czyli osobom nie posiadającym wymaganej zdolności kredytowej, często wywodzących się ze środowisk patologicznych [Weisenthal, 2009]. Były to zarówno kredyty na 100% zakupu nieruchomości (a nawet na ponad 100% wartości), jak i pożyczki pod zastaw posiadanej nieruchomości. Przy czym w obu przypadkach zdarzało się, że cena nieruchomości była istotnie zawyżana, a nawet sama kwota pożyczki pod jej zastaw była ustalana na poziomie jakby wartość danego majątku miała wzrastać w nieskończoność (co było oczywiście błędnym założeniem, bazującym jedynie na ciągłym wzroście nieruchomości na rynku Stanów Zjednoczonych, trwającym do roku 2007).

Na skutek działania powyższych czynników odsetki kredytów hipotecznych zaciągniętych (przy zmiennym oprocentowaniu) przed drugą połową roku 2003 wzrosły ponad 5-cio krotnie, co stało się finalnie często niewyobrażalnym obciążeniem dla rodzin mniej zamożnych, które zaciągnęły zadłużenie przed rokiem 2003 [Borkowski, 2008, s. 89]. Jednocześnie też wiele z tych kredytów obarczonych było znacznymi prowizjami bankowymi, dotyczącymi nie tylko samej obsługi zadłużenia, a nawet takich kwestii jak przeliczanie kwoty odsetek, w związku ze zmianą stóp procentowych. Nakładając na to fakt zaciągnię-

cia zadłużenia przez wiele osób nie posiadających wymaganej lub nawet jakiegokolwiek zdolności kredytowej, spowodowało to, że w roku 2007 rozpoczęła się masowa fala zaprzestania spłaty kredytów hipotecznych (szacuje się, że już w początkowej fazie kryzysu, tj. w roku 2007 dla ok. 1,3 miliona nieruchomości wszczęto egzekucje bankowe [<http://www.realtytrac.com>]). Finalnym skutkiem tego był znaczący spadek popytu na nieruchomości, przy jednocześnie wysokiej ich podaży na rynku amerykańskim. Załamanie na rynku nieruchomości oraz problemy banków ze ściągalsnością pożyczek i kredytów hipotecznych wywołały kryzys finansowy i gospodarczy na rynku amerykańskim, jakiego wcześniej nie doświadczyły Stany Zjednoczone. Co istotne kryzys ten rozprzestrzenił się z Ameryki na inne państwa, czyniąc go globalną recesją - Wielką Recesją.

### **1.2. Przyczyny „wybuchu” globalnego kryzysu gospodarczego**

Przyczyną, dla której "lokalny" kryzys na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych przekształcił się w recesję światową były innowacje finansowe stosowane przez amerykańskie instytucje finansowe. Innowacje, o których mowa to głównie sekurytyzacja kredytów hipotecznych i derywaty oparte na rynku zadłużenia.

Pierwsza grupa z ww. produktów bankowych to po prostu zamiana na należności z tytułu kredytów i pożyczek hipotecznych na papiery wartościowe. Standardowo sekurytyzacja ma prowadzić do dywersyfikacji i podziału ryzyka kredytowego. W normalnych warunkach jest to zabezpieczenie sytuacji, w której klienci danego banku utracą zdolność spłaty zadłużenia wskutek utraty pracy, w wyniku likwidacji miejscowego zakładu pracy. Takie zdarzenie mogłoby zagrozić bankrutem lokalnego banku. Zabezpieczeniem jest zwykle emisja papierów wartościowych pod pakiety kredytów hipotecznych [Stiglitz, 2010, s. 105]. Te pakiety mogą podlegać sprzedaży inwestorom w dowolnym miejscu na świecie. Tym samym ryzyko braku ściągalsności należności kredytowych banku znacząco może zostać obniżone dzięki jego dywersyfikacji i rozproszeniu na dużą liczbę inwestorów, z różnych rejonów świata. Zgodnie z podstawowym założeniem sekurytyzacji występuje bardzo niskie prawdopodobieństwo zagrożenia spłaty kredytów hipotecznych w różnych regionach danego kraju, dlatego też generalnie sekurytyzacja powinna pomóc bankom lokalnym zabezpieczyć się przed ewentualnym ryzykiem nieściągalsności udzielonych wierzytelności. W praktyce jednak zagrożenie, o którym mowa istniało i było znacząco wysokie, ze względu na powyżej opisaną specyfikę rynku kredytów hipotecznych i rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych jak również ze względu na wpływ zmian stopy procentowej na cały amerykański rynek finansowy.

Ponadto prowadzona w Stanach Zjednoczonych sekurytyzacja kredytów hipotecznych obarczona była także jeszcze innym problemem niż tylko wysoka korelacja nieściągalsności wierzytelności w różnych regionach kraju. Mianowicie mowa tu o asymetrii informacyjnej, spowodowanej przez:

- złożony system sekurytyzacji [Stiglitz, 2010, s. 106]<sup>2</sup>,
- „podsuwanie” zsekurytyzowanych papierów wartościowych inwestorom przez brokerów bankowych jako bezpiecznych inwestycji kapitałowych
- oraz wysoka i zafałszowana ocena ratingowa ww. papierów wartościowych<sup>3</sup>.

Tak „wygenerowana” asymetria informacyjna powodowała, iż niebezpieczne papiery wartościowe cieszyły się bardzo wysokim zainteresowaniem rynków zagranicznych. Niczego nieświadomi inwestorzy z różnych państw, nieznający specyfiki amerykańskiego rynku chętnie kupowali zsekurytyzowane papiery.

Jak wskazano powyżej drugą z innowacji finansowych wykorzystaną w „kombinacjach” przy kredytach hipotecznych były derywaty [Stiglitz, 2010, s. 198-200]. W normalnych warunkach derywaty (np. opcje na zakup lub sprzedaż) pozwalają uniknąć wahań cen określonych dóbr, które jedna strona planuje kupić od drugiej w ramach kontraktu z pewnym odroczonym czasem realizacji. Jednak w przypadku rynku banków amerykańskich wykorzystano wskazane narzędzie w zupełnie inny sposób.

Na rynku przed kryzysem roku 2008 pojawiły się nowe rodzaje derywatów, transakcje swapowe na zwłokę w spłacie kredytu<sup>4</sup>, pełniące funkcję „ubezpieczenia” na wypadek upadku innych banków. Tego typu derywaty oferował AIG, przewidując (zgodnie ze standardowymi założeniami funkcjonowania ubezpieczeń), że bankructwo wielu banków na raz nie nastąpi, w tym tak stabilnych jak Lehman Brothers. Niestety w skutek błędnego oszacowania ryzyka (można to wiązać z dużą ilością wyemitowanych przez banki zsekurytyzowanych papierów wartościowych na „niebezpieczne” kredyty hipoteczne) AIG sprzedało ogromną liczbę swapów na zwłokę w spłacie kredytu, zabezpieczonych zastawem na wypadek nagłego spadku ceny ubezpieczonych obligacji bankowych. W momencie, w którym wiele banków amerykańskich stanęła przed widmem bankructwa (dużą część uratował rządowy program pomocowy), a inne już bankrutowały, w tym Lehman Brothers, AIG stało się zobowiązane do wypłaty olbrzymich kwot pieniędzy dla tych, którzy kupili ww. swapy. W ten sposób AIG popadło w ogromne tarapaty niewypłacalności, z której wybawił je rząd amerykański przekazując wsparcie w wysokości 85 miliardów dolarów [Państwowa Agencja Prasowa, 2009, dostęp: 17.09.2008]. Gdyby nie

---

<sup>2</sup> Bank komercyjny emituje kredyty hipoteczne, bank inwestycyjny łączy je w pakiety i „przepakowuje” oraz konwertuje na nowe papiery wartościowe.

<sup>3</sup> Agencje ratingowe często przyznawały ocenę AAA papierom wartościowym zabezpieczającym zagrożone kredyty hipoteczne subprime (dla osób o niskiej zdolności kredytowej) o zmiennym oprocentowaniu, obarczone wysokimi opłatami i prowizjami.

<sup>4</sup> W swapie na zwłokę w spłacie kredytu następuje „przeniesienie ryzyka kredytowego w wyniku umowy, w której w przypadku zaistnienia uzgodnionego zdarzenia kredytowego, jedna strona transakcji zobowiązuje się (w zamian za uzgodnione wynagrodzenie) spłacić drugiej stronie transakcji należności innego dłużnika. W ten sposób zagrożenie (ryzyko), że dług nie będzie spłacony zostaje przeniesione” [<http://finansopedia.pl>].

dokapitalizowanie rządowe, AIG na pewno by zbankrutowało, pociągając za sobą cały system finansowy [Stiglitz, 2010, s. 202].

Co jest istotne oprócz zachwiania przez AIG systemu finansowego w skutek emisji derywatów, to fakt automatycznego mechanizmu wygenerowanego przez tego ubezpieczyciela. Dzięki wprowadzeniu ubezpieczenia dla banków w formie swapów na zwłokę w spłacie kredytu, banki przed kryzysem coraz zuchwalej podejmowały ryzykowną działalność finansową, chociażby w postaci zwiększenia liczby kredytów subprime i emisji sekurytyzowanych papierów wartościowych, coraz bardziej skomplikowanych i ryzykownych dla inwestorów.

### 1.3. Skutki kryzysu amerykańskiego dla gospodarki światowej

W rezultacie funkcjonowania dwóch powyższych typów innowacji finansowych oraz braku nadzoru ze strony regulatorów (m.in. FED nie widział nic złego w udzielaniu kredytów subprime i konstruowaniu na ich bazie papierów wartościowych), znacznie zwiększyła się liczba kredytów potencjalnie nieściągalnych na amerykańskim rynku finansowym. Jednocześnie też wobec wzmożonego popytu na własne mieszkanie lub napędzanego "tanimi" kredytami hipotecznymi, znacząco zaczęły wzrastać ceny nieruchomości. Wskutek tego też podaż na rynku nieruchomości zaczęła wzrastać. W kulminacyjnym momencie podaż zaczęła przewyższać popyt, ceny nieruchomości zaczęły spadać, a osoby zaciągające kredyty hipoteczne zaczęły sobie zdawać sprawę, iż realna wartość ich nieruchomości jest znacząco niższa niż wartość ich zadłużenia. Zabezpieczenie pożyczek hipotecznych pod zastaw domu na konsumpcję, nie było już wystarczające w porównaniu z wysokością zadłużenia. Jednocześnie też w skutek rozrośniętego systemu pośrednictwa kredytowego koszty prowizji od zadłużenia znacząco zaczęły wzrastać.

Pod koniec roku 2007 coraz więcej osób zaczęło zdawać sobie sprawę, że nie jest w stanie spłacać kredytów hipotecznych, których prowizje jak również zmienne odsetki znacząco wzrosły. W tym też roku rozpoczęła się masowa fala zaprzestania spłaty kredytów hipotecznych. Tym samym zakupione przez zagranicznych inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych sekurytyzowane papiery wartościowe straciły jakąkolwiek wartość.

W momencie, w którym w październiku 2008 r. było już wiadome<sup>5</sup>, że zakupione papiery wartościowe przez inwestorów amerykańskich i zagranicznych nie mają pokrycia, w tym też samym czasie doszło do drastycznego załamania rynków finansowych wielu państw, których inwestorzy (w tym głównie banki i fundusze inwestycyjne) zainwestowali na rynku amerykańskim. W zasadzie można śmiało powiedzieć, iż w roku 2008 rozpoczął się globalny kryzys finan-

---

<sup>5</sup> Upadek banku Lehman Brothers, znacjonalizowanie Fannie Mae i Freddie Mac, dokapitalizowanie pieniędzmi publicznymi AIG i banków amerykańskich (w sumie 700 miliardów dolarów dla banków) to były wyraźne sygnały dla rynków finansowych na całym świecie, że papiery wartościowe zabezpieczone amerykańskimi kredytami hipotecznymi nie będą miały pokrycia, szczególnie, że rząd Stanów Zjednoczonych zamiast wesprzeć kredytobiorców rozpoczął ratowanie banków i instytucji finansowych, odpowiedzialnych za kryzys [Stiglitz, 2010, s. 34].

sowy, zwany też Wielką Recesją, z którego dopiero w roku 2010 gospodarka światowa zaczęła wychodzić, w tym europejska i polska.

## 2. Wartość polskich przedsiębiorstw w latach 2001-2010

W kontekście ogólnoswiatowego kryzysu gospodarczo – finansowego istotnym jest analiza skuteczności "uporania się" polskich przedsiębiorstw z jego skutkami. W tej części przedstawiona zostanie analiza zmian rynkowej wartości 99 polskich spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w latach 2001 - 2010. Analizowana próba to ponad połowa firm, które notowane są na giełdzie od roku 2001, a obecnie blisko jedna czwarta wszystkich przedsiębiorstw notowanych na GPW w systemie ciągłym. Przeprowadzone badanie opiera się na danych pochodzących ze sprawozdań finansowych analizowanych spółek, a także bazuje na ich giełdowych notowaniach rynkowych [<http://www.gpw.pl>, dostęp: 31.11.2011].

### 2.1. Wybrana metoda wyceny

Jako miarę rynkowej wartości analizowanych spółek wybrano formułę Rynkowej Wartości Dodanej (MVA - Market Value Added). Miernik ten przedstawia nadwyżkę rynkowej wyceny analizowanych spółek nad zainwestowanym w nie kapitałem inwestorów. Wzór (1) opisuje wybraną miarę [Suszyński, 2007, s. 156]:

$$MVA_E = MV_E - IE = pN - IE \quad (1)$$

gdzie:

$MVA_E$  – rynkowa wartość dodana dla akcjonariuszy (kapitału własnego),

$MV_E$  – wartość rynkowa kapitału własnego,

$IE$  – wartość zainwestowanego w spółkę kapitału własnego,

$p$  – bieżący kurs akcji,

$N$  – liczba akcji.

### 2.1. Efektywność zarządzania wartością rynkową polskich spółek przed, w czasie i po okresie Wielkiej Recesji

Jak już wskazano na wstępie dla każdej z 99 wybranych spółek policzono Rynkową Wartość Dodaną (MVA) w latach 2001 - 2010<sup>6</sup>. Następnie dokonano agregacji otrzymanych wyników dla poszczególnych podgrup przedsiębiorstw, wyodrębnionych wg branż przemysłu. Wyniki agregowano przy wykorzystaniu metody średniej arytmetycznej<sup>7</sup>.

#### 2.1.1 Analiza wg branż gospodarki

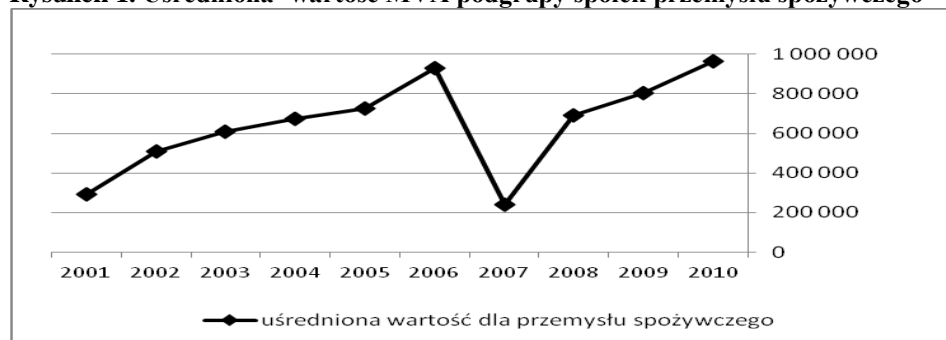
Pierwszą z analizowanych branż z próby badawczej były spółki przemysłu spożywczego. W ich przypadku już rok 2007 miał istotny wpływ na efektyw-

<sup>6</sup> W analizie uwzględniono zmianę wartości pieniądza w czasie i zastosowano metodę dyskontowania stopą inflacji wszystkich danych w okresie 2002-2010 do stanu na rok 2001. Porównania w czasie dokonano w stosunku do podstawy łańcuchowej.

<sup>7</sup> Dla danej grupy przedsiębiorstw policzono średnią arytmetyczną wszystkich jednostkowych wycen w danym roku.

ność ich działania, a tym samym na ich wycenę. Potwierdzają to dobitnie wyniki przedstawione na Rysunku nr 1.

**Rysunek 1. Uśredniona<sup>8</sup> wartość MVA podgrupy spółek przemysłu spożywczego**

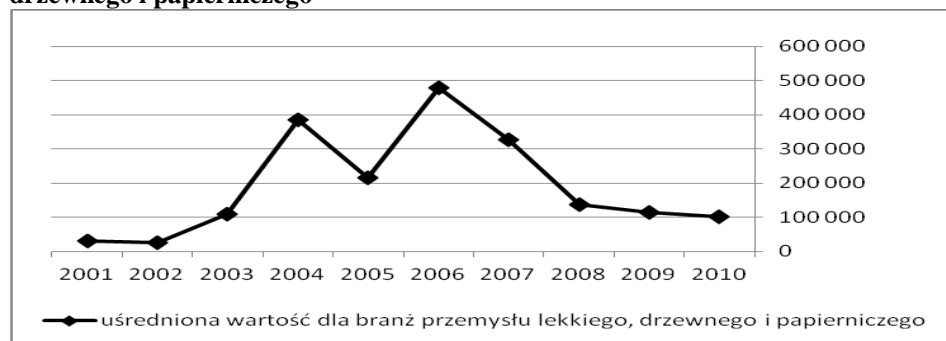


Źródło: Opracowanie własne.

Jak widać z rysunku nr 1, spółki przemysłu spożywczego praktycznie w trakcie kryzysu rozpoczęły odbudowę swojej wartości, by w roku 2010 wstąpić na ścieżkę ponownego wzrostu (ich wartość kształtowała się w tym roku nieco poniżej poziomu z roku 2006, czyli okresu przed załamaniem wyceny).

Kolejną badaną podgrupą były spółki z branż przemysłu lekkiego, drzewnego i papierniczego. W przypadku tej zbiorowości ich uśredniona wartość rynkowa również spadła w roku 2007 (czyli zaraz przed Wielką Recesją). Niestety jednak w przypadku tej podgrupy dodana wartość rynkowa nie została odbudowana, aż do roku 2010, co też dobitnie pokazuje Rysunek nr 2.

**Rysunek 2. Uśredniona wartość MVA podgrupy spółek przemysłów lekkiego, drzewnego i papierniczego**



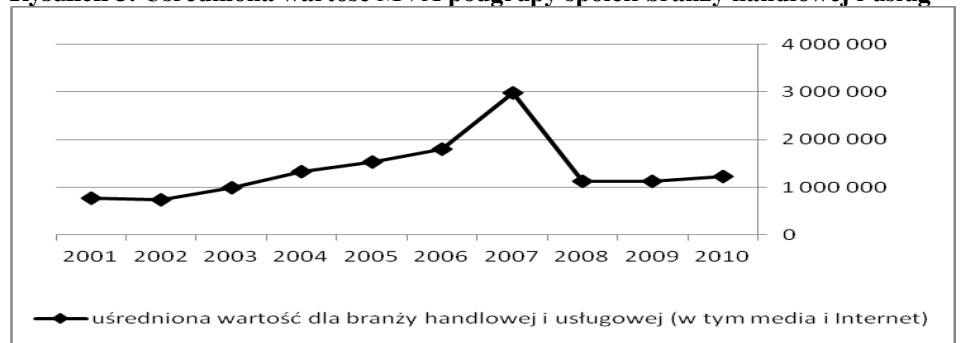
Źródło: Opracowanie własne.

Na co należy zwrócić uwagę, to fakt nieco mniejszego tempa spadku wyceny rynkowej analizowanej podgrupy spółek w okresie lat 2009 - 2010, co mogłoby wskazywać na szansę odbudowy "utraconej" wartości.

<sup>8</sup> Wg metody średniej arytmetycznej.

Następną analizowaną podgrupą były spółki handlowe i usług różnych (w tym medialnych i Internetowych), w których przypadku zauważyć można znaczący spadek ich wartości w roku 2008 i nieznaczny przyrost wyceny w latach 2009 - 2010.

**Rysunek 3. Uśredniona wartość MVA podgrupy spółek branży handlowej i usług**

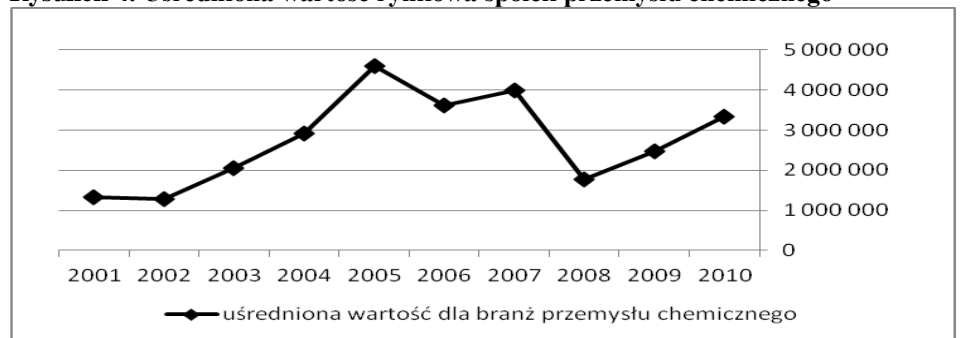


Źródło: Opracowanie własne.

Rysunek nr 3 wyraźnie pokazuje, że spółki z ww. branży nie odbudowały swojej rynkowej wartości w okresie wychodzenia z Wielkiej Recesji. Jednakże nie oznacza to, że w ogóle nie mają one szansy na jej odbudowanie.

Kolejną analizowaną grupą były spółki przemysłu chemicznego. W ich przypadku spadek wyceny rynkowej nastąpił w roku 2008. Jednocześnie jednak "odbudowa" tej wartości postępuje wyraźnie szybciej niż w przypadku omówionych wyżej podgrup (z wyjątkiem spółek branży spożywczej). Rysunek nr 4 pokazuje szczegółowo zmiany wyceny rynkowej analizowanej grupy.

**Rysunek 4. Uśredniona wartość rynkowa spółek przemysłu chemicznego**



Źródło: Opracowanie własne.

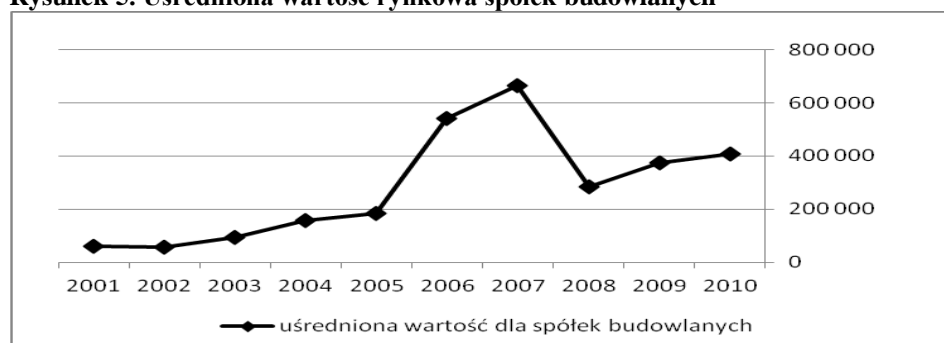
W przypadku tej podgrupy widać wyraźnie, że spółki w niedługim czasie odbudują swoją wartość rynkową sprzed kryzysu.

Przedostatnią podgrupą były spółki budowlane, dla których spadek wartości również pokrywa się z początkiem Wielkiej Recesji (czyli rokiem 2008), a odbudowa wartości rozpoczyna się w roku 2009, przy nieco mniejszej dyna-



mice wzrostu wyceny w roku 2010. Zmiany wartości rynkowej spółek budowlanych w okresie lat 2001 - 2010 przedstawia Rysunek nr 5.

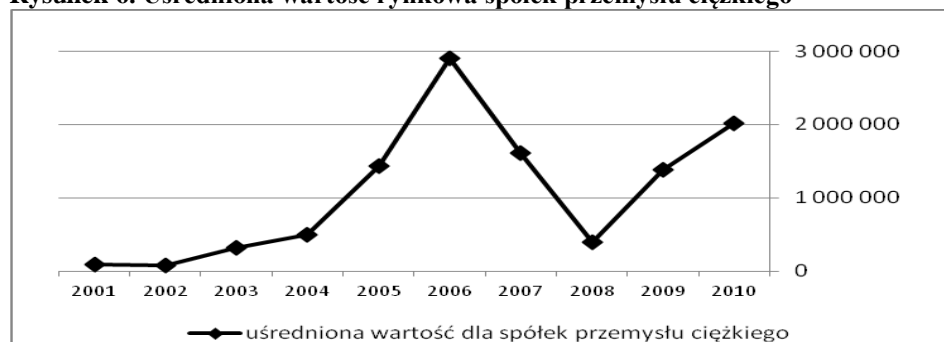
**Rysunek 5. Uśredniona wartość rynkowa spółek budowlanych**



Źródło: Opracowanie własne.

Ostatnią z rozpatrywanych podgrup były spółki przemysłu ciężkiego (metalowego, elektromaszynowego i energetycznego). Zmiany wartości rynkowej w tej podgrupie przedstawia Rysunek nr 6.

**Rysunek 6. Uśredniona wartość rynkowa spółek przemysłu ciężkiego**



Źródło: Opracowanie własne.

Jak widać z powyższego wykresu wartość spółek przemysłu ciężkiego zaczęła istotnie spadać już w roku 2007, spadek zaś zakończył się finalnie w roku 2008. Przedsiębiorstwa z tej podgrupy od roku 2009 rozpoczęły intensywny proces odbudowy wyceny rynkowej, który trwał również w okresie końcowym analizy, tj. w roku 2010. Ze względu na powyższe można przewidywać, iż w niedługim czasie spółki z analizowanej podgrupy odbudują swoją wartość i rozpoczną dalszy proces wzrostu.

### 2.1.2 Analiza zbiorcza dla próby spółek

Podsumowując, na podstawie przeprowadzonych analiz można wskazać branżę polskiej gospodarki, w których przedsiębiorstwa najbardziej ucierpiały w skutek kryzysu, jak również te, w których najlepiej sobie z nim poradziły.

Jeżeli bierzemy pod uwagę kryterium siły zniszczeń wartości rynkowej przedsiębiorstw, to można stwierdzić, iż w skutek Wielkiej Recesji najbardziej ucierpiały polskie spółki przemysłu spożywczego, lekkiego, drzewnego i papierniczego, branży handlowej i usługowej oraz przedsiębiorstwa przemysłu ciężkiego. Przystępując do porównania spadku wartości wskazanych spółek w roku 2008 do wartości z początku analizowanego okresu, tj. roku 2001 można zauważyć, iż we wskazanych grupach spółek ich wycena rynkowa w momencie "wybuchu" kryzysu spadła do poziomu "początkowego" (z roku 2001).

Natomiast jeżeli bierzemy pod uwagę kryterium sprawności odbudowy wartości rynkowej przedsiębiorstw, to możemy wskazać branże polskiej gospodarki, w których spółki najlepiej sobie poradziły ze skutkami kryzysu. Przystępując do porównania wartości rynkowej w analizowanych podgrupach w roku 2008 i 2010 można łatwo zauważyć, iż przedsiębiorstwa branży spożywczej najlepiej sobie poradziły ze skutkami kryzysu. Mianowicie nie dość, że odbudowały swoją wartość przed recesją, to nawet zwiększyły ją w roku 2010, względem roku 2007. Branżą, w której spółki podobnie świetnie sobie poradziły z kryzysem była branża przemysłu chemicznego. Pomimo ogromu strat w wycenie w roku 2008, niemal w całości odbudowały swoją wartość na koniec roku 2010.

### **Zakończenie**

Przedstawione wyniki badań pokazują wyraźnie nieco odmienny charakter przebiegu kryzysu gospodarczego w Polsce, niż w innych krajach. Reakcja polskiego rynku finansowego na krach w Stanach Zjednoczonych faktycznie była bardzo silna, jednakże już w roku 2009, a nawet w niektórych przypadkach rok wcześniej spółki z GPW zaczęły intensywnie odbudowywać swoją wartość rynkową. Oczywiście nie było by to możliwe, gdyby nie większy poziom regulacji krajowego rynku finansowego, który (w odróżnieniu od amerykańskiego - mocno zderegulowanego) był utrzymywany pod ścisłą „opieką” Komisji Nadzoru Finansowego. Silna regulacja nie dopuściła do gwałtownych wynaturzeń finansowych oraz uniemożliwiła znaczne zaangażowanie polskich instytucji finansowych i przedsiębiorców w niebezpieczne inwestycje w zagrożone amerykańskie papiery wartościowe.

Wskazanych w tym artykule przyczyn zmian w kreowaniu rynkowej wartości analizowanych spółek w okresie kryzysu lat 2007-2009 można doszukiwać się również w innych obszarach niż tylko w związku z wystąpieniem globalnego załamania gospodarczo – finansowego. Nie należy zapominać, iż za istotny czynnik należy uznać samo funkcjonowanie polskiej gospodarki w ramach Unii Europejskiej. W tym miejscu warto podkreślić, iż szczególnie istotne jest w tym ujęciu oddziaływanie funduszy europejskich sukcesywnie przekazywanych Polsce. Zarówno część z analizowanych spółek była bezpośrednimi beneficjentami dofinansowania z ww. funduszy, jak również mogło realizować większą liczbę zleceń i o większej wartości, dzięki temu, że polska

gospodarka została wsparta wielomilionowymi środkami unijnymi<sup>9</sup>. Można się nawet pokusić o stwierdzenie, iż skutki ogólnego światowego kryzysu gospodarczego mogłyby być dużo bardziej odczuwalne i trudniejsze do przezwyciężenia dla polskich przedsiębiorstw (w tym analizowanych spółek), gdyby nie dopływ do Polski funduszy strukturalnych, przyznanych na lata 2007 - 2013.

Oczywiście należy także odnieść się w sposób bardziej krytyczny do zmian gospodarczych jakie zachodziły w Polsce w latach 2007 - 2009. Zaskakujący jest przecież tak nagły spadek wartości analizowanych spółek w roku 2008, w którym dla całego kraju (na koniec roku) notowano dodatni przyrost wartości PKB<sup>10</sup> [<http://www.stat.gov.pl>]. Szczególnie jest to zastanawiające, gdy zestawia się to ze zwiększoną konsumpcją indywidualną we wskazanym czasie. Prawdopodobnie taka sytuacja mogła być związana z niekorzystnym oddziaływaniem umacniającego się „złotego” w analizowanym okresie. Wreszcie nie bez znaczenia były też ogromne różnice w potencjale innowacyjności pomiędzy polskimi, a zachodnimi spółkami. Zachodnie przedsiębiorstwa (w omawianym okresie) cechował niemalże dziesięciokrotnie wyższy poziom współczynnika innowacyjności niż w przypadku polskich firm [Maastricht Economic and social Research and training centre ..., 2010]. Tak duże dysproporcje z kolei na pewno nie były obojętne dla rynkowej wyceny analizowanych spółek, których wartość stawała się w większej mierze zależną od warunków gospodarki międzynarodowej.

### Literatura

1. Borowski K. (2008), Kryzys na rynku kredytów subprime i jego skutki, w: Stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego Nowakowski J., Famałska T. (red.), Difin, Warszawa.
2. [http://finansopedia.forsal.pl/wiki/Swap\\_na\\_zwloke\\_w\\_splacie\\_kredytu](http://finansopedia.forsal.pl/wiki/Swap_na_zwloke_w_splacie_kredytu).
3. [http://www.stat.gov.pl/gus/5840\\_1338\\_PLK\\_HTML.htm](http://www.stat.gov.pl/gus/5840_1338_PLK_HTML.htm).
4. Maastricht Economic and social Research and training centre on Innovation and Technology (2010), European Innovation Scoreboard 2009. Pro Inno European Paper, "Enterprise and Industry Magazine", Belgium.
5. Ostaszewski J. (2000), Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną, Difin, Warszawa.
6. Państwowa Agencja Prasowa (2009), FED ogłasza 85 mld pożyczki dla AIG, <http://ubezpieczenia.wp.pl/kat,6991,title,Fed-oglasza-85-mld-pozyczki-dla-AIG,wid,10365599,wiadomosc.html>.
7. RealtyTrac, US Foreclosure Activity Increases 75 Percent in 2007, komunikat prasowy, <http://www.realtytrac.com>.

<sup>9</sup> Za najbardziej widoczny przykład pozytywnego oddziaływania dofinansowania europejskiego można uznać sytuację jaka ma miejsce w branży budowlanej, gdzie duża część zamówień realizowanych obecnie przez firmy w tej gałęzi gospodarki jest zlecona przez instytucje sfery budżetowej, które otrzymały dofinansowanie na takie inwestycje z funduszy strukturalnych.

<sup>10</sup> Dane Głównego Urzędu Statystycznego przedstawiające zmianę PKB w roku 2008 względem roku 2007.

8. Stiglitz J.E. (2010), Freefall. Jazda bez trzymanki. Ameryka, wolne rynki i tonięcie gospodarki światowej, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa.
9. Suszyńskiego C. (red.), (2007), Przedsiębiorstwo, Wartość, Zarządzanie, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
10. Weisenthal J. (2009), Dick Parsons: Don't Blame the Bankers, Business Insider, <http://articles.businessinsider.com/>.
11. Witryna internetowa Giełdy Papierów Wartościowych – dostępne na <http://www.gpw.pl>.

### Streszczenie

W tym artykule przedstawiono zarówno charakterystykę globalnego kryzysu gospodarczo-finansowego, jak również omówiono jego wpływ na efektywność działania polskich przedsiębiorstw. Rozdział pierwszy stanowi wprowadzenie w problematykę współczesnego światowego kryzysu. W rozdziale tym wskazano przyczyny załamania się amerykańskiego rynku finansowego, jak również powody, dla których krach na ten rozprzestrzenił się na rynki całego świata, stając się globalną Wielką Recesją. Rozdział drugi z kolei stanowi analizę wpływu globalnego kryzysu finansowego na możliwości wzrostu wartości rynkowej polskich spółek giełdowych. W rozdziale tym przedstawiono dynamikę zmian wartości rynkowej 99 przedsiębiorstw, których akcje notowane są na GPW w systemie ciągłym. Analiza była prowadzona dla lat 2001 - 2010, czyli zarówno dla okresu sprzed Wielkiej Recesji, jak również w trakcie jej trwania i okresu wychodzenia z niej.

### Słowa kluczowe

efektywność, wycena, recesja

### Analysis of the polish enterprises market value during the financial crisis (Summary)

In this article was both presented characteristic of the global economical and financial crisis, as well as his influence on the effectiveness of the managing of Polish enterprises. First chapter constitutes introduction to the issue of the contemporary world-wide crisis. The chapter two, on contrary, constitutes analysis of the influence of the global financial crisis on opportunities of growth of Polish companies market value.

### Key words

effectiveness, market valuation, recession



*Publikacja współfinansowana przez Unię Europejską  
w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego*