

Wykorzystanie wskaźników oceny sytuacji finansowej do wyceny wartości przedsiębiorstwa

Adam Adamczyk, Dawid Dawidowicz*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu było określenie zestawu wskaźników, które najlepiej objaśniają zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Metodologia badania – W badaniu wykorzystano zestaw najpopularniejszych wskaźników finansowych, które pozwalają ocenić sytuację finansową przedsiębiorstwa, a następnie porównano uzyskane wyniki ze wskaźnikiem Q Tobina, określającym wartość przedsiębiorstwa oraz ze wskaźnikiem ceny do wartości księgowej. W badaniu wykorzystano model danych panelowych.

Wynik – Wyniki przeprowadzonego badania pozwalają na stwierdzenie, że wskaźniki oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w wyższym stopniu opisują wskaźnik Q Tobina niż wskaźnik ceny do wartości księgowej. Na 11 wybranych wskaźników finansowych wyłącznie trzy okazały się istotne statystycznie ze względu na ich wpływ na wartość wskaźnika Q Tobina. Wskaźnikami tymi były wskaźniki wyrażające bieżącą płynność, rentowność operacyjną aktywów oraz ogólne zadłużenie.

Oryginalność/wartość – Nowatorski charakter badań polega na zastosowaniu szeregów czasowo-przestrzennych w analizie badanej zależności.

Słowa kluczowe: Q Tobina, wartość przedsiębiorstwa, wskaźniki finansowe

Wprowadzenie

Dobór wskaźników do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa jest zagadnieniem niezwykle trudnym, co w znacznym stopniu wynika z faktu, że w analizie finansowej stosuje się nawet 400 różnych mierników. Istnieje zatem potrzeba wyboru zestawu wskaźników, które w sposób kompleksowy i wyczerpujący pozwalałyby ocenić kondycję przedsiębiorstwa.

Budując zestaw miar wykorzystywanych w analizie finansowej, można kierować się różnymi przesłankami, takimi jak cel oceny, interes odbiorcy czy zakres dostępnych danych. Z punktu widzenia zarządzających przyjęty do oceny sytuacji przedsiębiorstwa zestaw wskaźników powinien pozwalać na podejmowanie decyzji prowadzących do osiągnięcia celu przedsiębiorstwa, którym – zgodnie z teorią finansów – powinna być maksymalizacja jego wartości rynkowej. Wytypowanie wskaźników istotnych dla inwestorów jest ważne nie tylko z praktycznego punktu widzenia. Identyfikacja czynników warunkujących wartość

* dr hab. Adam Adamczyk prof. US, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, e-mail: milano@wniez.pl; dr Dawid Dawidowicz, Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie, Wydział Ekonomiczny, e-mail: dawid.dawidowicz@zut.edu.pl.

przedsiębiorstwa jest bowiem istotna dla badaczy zajmujących się takimi problemami, jak optymalizacja struktury finansowania czy zarządzanie kapitałem obrotowym.

Celem artykułu jest dobór zestawu wskaźników finansowych, które najlepiej objaśniają zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Dzięki temu będzie możliwe uzyskanie odpowiedzi na pytanie, na jakich parametrach finansowych powinni skupić się zarządzający, aby efektywnie wpływać na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Przeprowadzone badania pozwolą ponadto określić, w jakim stopniu wartość przedsiębiorstw jest warunkowana ich obecną sytuacją finansową.

Podjęty problem badawczy rozstrzygnięto z wykorzystaniem modelu danych panelowych. Do budowy tego modelu posłużyły dane finansowe spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW) w latach 2010–2016. W przeszłości prowadzono już w Polsce podobne badania, lecz należy podkreślić, że wykorzystywane modele opierały się na danych przestrzennych. Nowatorski charakter badań polega na zastosowaniu w analizie badanego związku szeregów czasowo-przestrzennych.

1. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa – przegląd literatury

Podejmując problem identyfikacji wskaźników kondycji finansowej istotnych dla wyceny rynkowej, należy odnieść się do teorii oraz badań poświęconych czynnikom wpływającym na wartość przedsiębiorstw.

Jednym z interesujących badań, poświęconych relacji wskaźników finansowych z wartością przedsiębiorstwa, było badanie przeprowadzone przez Raifura i Ferreirę de Sousa (2015), bazujące na 261 spółkach niefinansowych notowanych na giełdzie papierów wartościowych w São Paulo w Brazylii (BM&F Bovespa) w latach 2000–2009. Autorzy dowodzili, że spośród 27 wskaźników finansowych istotny statystycznie wpływ na wartość przedsiębiorstwa wykazywały wskaźniki płynności oraz rentowności, natomiast brakiem istotności statystycznej charakteryzowały się wskaźniki aktywności oraz finansowania (Raifur, Ferreira de Sousa, 2015, s. 22). W badaniu tym wykorzystany został model panelowy z efektami stałymi.

Czynniki, które wpływają na wycenę rosyjskich spółek notowanych na rynku kapitałowym, przedstawili w swoim artykule Gupta i in. (2016). Stwierdzili oni, że nie ma znaczącej korelacji między fundamentalnymi wskaźnikami finansowymi a wskaźnikiem Q Tobina.

Kolejne interesujące badanie przeprowadzili Sharma, Kumar i Singh (2012), którzy poszukiwali związków między danymi zawartymi w poszczególnych elementach sprawozdań finansowych przedsiębiorstw a stopami zwrotu na akcjach spółek niefinansowych należących do indeksu CNX 100 Index i notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Indiach. W tym celu wykorzystali cztery wskaźniki finansowe, obliczone na podstawie informacji z bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych. Były to: wskaźnik rentowności kapitału własnego, zysk netto, przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej, natomiast jako zmienną zależną wykorzystali relacje wartości rynkowej do wartości księgowej P/BV (*Price per Book*

Value). Wyniki ich badania pozwalają stwierdzić, że informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych, w szczególności w rachunku przepływów pieniężnych, mają minimalny wpływ na zwroty z akcji. Omówione badanie można skrytykować za relatywnie małą i subiektywnie dobraną liczbę miar do badania, które potencjalnie mogły mieć wpływ na stopę zwrotu na akcjach. Jednak, jak podkreślają jego autorzy, uzyskane przez nich wyniki są odmienne od wyników badań na innych rynkach. Ponadto autorzy postulują, aby w kolejnych badaniach stosować inną zmienną objaśnianą, a mianowicie miarę Q Tobina.

Czynniki warunkujące wartość przedsiębiorstwa można wytypować na podstawie analizy teorii finansów przedsiębiorstw. W świetle będącej fundamentem współczesnych finansów teorii Modiglianiego-Millera (MM), bazującej na wielu założeniach (Brusov i in., 2011, s. 816), można zauważyć, że wartość przedsiębiorstwa powinna być zależna od takich czynników, jak: zyskowność, ryzyko i związana z nim struktura finansowania. W wyniku krytyki modelu z powodu trudności z jego empiryczną weryfikacją (Hållsten, 1966, s. 87), następowały dalsze modyfikacje modelu, uwzględniające tak istotny czynnik, jak kwota płaconego przez przedsiębiorstwa podatku dochodowego. W późniejszych teoriach wskazuje się, że na wartość przedsiębiorstwa mogą wpływać także bezpośrednie i pośrednie koszty bankructwa, koszty agencji (koszty ponoszone przez przedsiębiorstwa związane z nadzorem nad działalnością menedżerów pracujących na rzecz zwiększenia korzyści dla właścicieli) czy efektywność rynku finansowego.

Współcześnie badania koncentrują się na określeniu czynników o charakterze behawioralnym, które mogą wpływać na wartość przedsiębiorstwa. Istnieją jednak istotne różnice między implikacjami teorii a rzeczywistymi efektami. Wynikają one m.in. z tego, że rynek może podlegać pewnej „modzie” stosowania wskaźników, którymi kierują się inwestorzy, co nie zawsze znajduje uzasadnienie w teorii.

Chugh i Meador (1984) przeprowadzili badanie w grupie 2000 członków Financial Analysts Federation i wykazali, że konsekwentnie podkreślają oni przewagę wpływu czynników długo- nad krótkoterminowymi na wartość przedsiębiorstwa. Przeprowadzone przez nich badanie dowiodło, że oczekiwane zmiany wskaźnika zysku na akcję – EPS (*Earnings Per Share*) – a także wskaźnika rentowności kapitału własnego – ROE (*Return On Equity*) – i perspektyw danej branży były postrzegane jako najistotniejsze czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa w długim okresie, podczas gdy w krótkim okresie największe znaczenie przypisywano oczekiwany zmianom EPS i ogólnej kondycji ekonomicznej.

Czynniki finansowe są jedną z grup czynników, które mają wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Przykładowo, Kaplan i Norton (1996) wyodrębnili cztery kategorie czynników oddziałujących na wartość przedsiębiorstwa, wśród których wymienili czynniki finansowe, czynniki nabywcze, wewnętrzne procesy biznesowe i innowacje. Badacze LEK Consulting (1998) wyodrębnili trzy główne grupy czynników wartości przedsiębiorstwa, do których zaliczyli czynniki wzrostu, wydajności i finansowe. Kazlauskienė i Christauskas (2008) podzielili czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa na trzy główne grupy z uwzględnieniem dwóch poziomów, tj. wewnętrznego i zewnętrznego, oraz ilościowych i jakościowych czynników wartości, a ponadto – czynników finansowych i niefinansowych.

Przytoczone badania prowadzą do wniosku, że bieżąca kondycja finansowa przedsiębiorstw jest tylko jednym z kilku czynników kształtujących ich wartość. Próbuąc wskazać, które wskaźniki mogą mieć istotny wpływ na decyzje inwestorów, można odnieść się do wskazanych w teorii MM determinant wartości przedsiębiorstwa, tj. zyskowności i ryzyka. Wynika stąd, że z wartością przedsiębiorstwa powinny być powiązane wskaźniki rentowności, kwantyfikujące dochodowość przedsiębiorstw. Z poziomem ryzyka przedsiębiorstw powinny być skorelowane miary płynności finansowej oraz wskaźniki zadłużenia.

Obok problemu wskazania grup wskaźników, jakie należy objąć badaniem, istotnym problemem badawczym jest sposób kwantyfikacji wartości rynkowej przedsiębiorstw. Na potrzeby prowadzonego badania nie można bowiem wykorzystać rynkowej ceny akcji, którą determinuje głównie wielkość kapitału własnego oraz liczba wyemitowanych akcji. Aby określić, jak inwestorzy oceniają funkcjonowanie i perspektywy przedsiębiorstwa, należy wykorzystać miary pozwalające określić, jak kształtuje się rynkowa wartość przedsiębiorstwa w relacji do innej kategorii wartości przedsiębiorstwa. Do miar tych można zaliczyć: wskaźnik rynkowej ceny akcji do wartości księgowej akcji (*Price Per Book Value Ratio*), wskaźnik ceny do zysku na akcję (*Price Per Earnings Per Share*), a także wskaźnik *Enterprise Value Per Share*, który jest ilorzem kapitalizacji spółki powiększonej o zobowiązania i pomniejszonej o gotówkę i jej ekwiwalenty do liczby akcji danej spółki.

Należy zauważyć, że miarą zbliżoną do popularnego wskaźnika: cena rynkowa akcji do wartości księgowej przedsiębiorstwa, ale wykorzystywaną w znacznie mniejszym stopniu, jest miara Q Tobina. Jest to miara, którą oblicza się według następującego wzoru:

$$q_{Tobina} = \frac{\text{całkowita wartość rynkowa przedsiębiorstwa}}{\text{całkowita wartość aktywów przedsiębiorstwa}}$$

Istnieją dwie odmiany wskaźnika Q Tobina. W jednej wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest obliczana jako kapitalizacja spółki powiększona o jej zobowiązania, a następnie dzielona przez całkowitą wartość aktywów. Wskaźnik może przyjmować wartości mniejsze od 1, większe od 1 lub równe 1. Wartości wskaźnika wyższe od 1 oznaczają, że wartość rynkowa kapitału jest większa od kosztu odtworzenia tego kapitału, a zatem warto inwestować w daną spółkę. W wypadku gdy wartość rynkowa kapitału jest niższa od kosztu odtworzenia kapitału, należy wycofać się z inwestycji w daną spółkę. W sytuacji gdy przedsiębiorstwo stosuje wysoką dźwignię finansową, wartość wskaźnika może być relatywnie wysoka. W praktyce dodatkowym problem jest ustalenie rynkowej wartości długu przedsiębiorstwa. W związku z tym jest stosowana druga metoda obliczenia wskaźnika Q Tobina, według uproszczonej formuły, jako relacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa do jego szacowanej wartości odtworzeniowej. Przeprowadzone badanie bazuje na założeniu, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa wynikająca z wyceny dokonanej przez uczestników rynku odpowiada jej wartości rzeczywistej uwzględniającej wszystkie informacje dostępne na rynku, tzn. jest zgodna z hipotezą rynku efektywnego (*Efficient Market Hypothesis*). Do oszacowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa wykorzystano natomiast wskaźnik Q Tobina obliczany jako kapitalizacja spółki do wartości jej aktywów.

2. Metodyka oraz wyniki badania

W celu wyodrębnienia zestawu wskaźników opartych na informacjach pochodzących ze sprawozdań finansowych najlepiej objaśniających wartość rynkową przedsiębiorstw, wykorzystano model danych panelowych. Do jego budowy wykorzystano dane ze 191 polskich spółek notowanych na WGPW. Badaniem objęto wszystkie spółki, z wyłączeniem sektora finansowego, których kompletne dane finansowe umożliwiające wyznaczenie wybranych wskaźników były dostępne. Wykorzystane dane pochodziły z bazy Orbis. Okres badawczy obejmował sześć lat, tj. lata 2011–2016. Dobór okresu badawczego został dokonany w sposób zapewniający największą liczbę obserwacji. Wykorzystany panel danych był zbilansowany. Badaniu poddano 11 wskaźników oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa, opartych na sprawozdaniach finansowych, które pełniły funkcję zmiennych objaśniających.

Przyjęte do analiz wskaźniki należały do trzech grup mierników kondycji finansowej. Najliczniejszą grupą były miary rentowności, takie jak:

- a) wskaźnik rentowności kapitału własnego – ROE, obliczany jako relacja zysku netto do kapitałów własnych;
- b) wskaźnik rentowności aktywów – ROA (*Return on Assets*), obliczany jako relacja zysku netto do aktywów przedsiębiorstwa ogółem;
- c) wskaźnik rentowności sprzedaży – ROS (*Return on Sales*), obliczany jako relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży;
- d) rentowność operacyjna aktywów, obliczany jako relacja zysku przed spłatą odsetek i przed opodatkowaniem EBIT (*Earnings Before Income and Tax*) do aktywów ogółem TA (*Total Assets*);
- e) marża zysku (EBIT/przychody);
- f) marża zysku (*Profit Margin*), obliczana jako relacja zysku brutto do przychodów z działalności operacyjnej;
- g) marża brutto (*Gross Margin*), obliczana jako relacja wyniku ze sprzedaży do przychodów operacyjnych.

Druga grupa wskaźników obejmowała miary płynności finansowej, takie jak wskaźnik bieżącej płynności (*Current Ratio*) oraz wskaźnik szybki (*Quick Liquidity Ratio*), natomiast trzecia grupa wskaźników zawierała mierniki zadłużenia, a w szczególności wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia (*Debt Ratio*), obliczany jako zadłużenie ogółem do pasywów ogółem, wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (*Debt-Equity Ratio*), obliczany jako relacja długu do aktywów własnych przedsiębiorstwa oraz wskaźnik zadłużenia długoterminowego (*Long Term Debt Ratio*), obliczany jako stosunek zadłużenia długoterminowego do aktywów ogółem.

Jako zmienną objaśnianą wykorzystano wskaźnik Q Tobina, wyznaczony jako relacja kapitalizacji przedsiębiorstwa do księgowej wartości aktywów. W badaniu wykorzystano model z efektami stałymi. Dobór modelu został przeprowadzony z wykorzystaniem testu Hausmana. Do obliczeń wykorzystano program Stata 14.2. Wyniki analiz przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Specyfikacje modelu opisującego Q Tobina

Zmienna objaśniająca	Model 1 coef./std. err.	Model 2 coef./std. err.	Model 3 coef./std. err.	Model 4 coef./std. err.	Model 5 coef./std. err.
ROE	-0,0011971 0,0009865				
ROA	-0,0002304 0,0052005				
Current Ratio	0,0229935 0,0262793				
Liquidity Ratio	0,0205813 0,0378775	0,047968** 0,0234163	0,0468908** 0,023901	0,0528321** 0,0236031	0,0476007** 0,0233804
Profit Margin	0,0122151*** 0,0043073				
Gross Margin	-0,004285** 0,0019249				
ROS	-0,8675562** 0,3614887	-0,0467693 0,1378351	-0,0435186 0,1386412	-0,0151825 0,1391952	
EBITA/Total Assets	0,8330502* 0,4445165	0,8320007*** 0,2714684	0,828578*** 0,2720196	0,7958256*** 0,27224	0,7771024*** 0,2178857
Debt Ratio	-0,3836875* 0,2189347	-0,525781*** 0,1834343	-0,5439483*** 0,2001245	-0,3483743 0,2154058	-0,5235253*** 0,1832286
Debt-Equity Ratio	-0,0248259 0,0171242			-0,0262304 0,0167299	
LTDR (Long Term Debt Ratio)			0,0542721 0,2383913		
Constans	0,9106683*** 0,1240213	0,850936*** 0,1019993	0,8561477*** 0,1045863	0,7968816*** 0,1075943	0,8518252*** 0,1019182
R ²	0,0864	0,1919	0,1899	0,1701	0,1879

*** – istotne przy poziomie 0,01; ** – istotne przy poziomie istotności 0,05; * – istotne przy poziomie istotności 0,10.

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że modelem o najlepszych właściwościach objaśniających wartość wskaźnika Q Tobina był model 5, obejmujący cztery zmienne objaśniające: wskaźnik bieżącej płynności, wskaźnik rentowności sprzedaży, wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów oraz wskaźnik ogólnego zadłużenia. Spośród wykorzystanych zmiennych trzy okazały się istotne statystycznie, tj. wskaźniki: bieżącej płynności, rentowności operacyjnej aktywów i ogólnego zadłużenia.

W innych analizowanych specyfikacjach modelu istotny statystycznie wpływ na wartość miary Q Tobina miały także wskaźniki, takie jak: rentowność sprzedaży, marża zysku i marża brutto. Istotnym spostrzeżeniem jest, że na wycenę rynkową przedsiębiorstwa znacznie większy wpływ ma wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów niż stosunkowo

częściej wykorzystywane w analizie finansowej wskaźniki ROE czy ROA. Podobnie zaskakujące jest, że na wycenę rynkową silniejszy wpływ miał wskaźnik płynności szybkiej niż wskaźnik bieżącej płynności. Spośród wskaźników zadłużenia bardziej istotny dla wartości przedsiębiorstwa jest wskaźnik ogólnego zadłużenia. Szczegółowa analiza modelu pozwala stwierdzić, że zarówno poziom płynności bieżącej, jak i rentowność operacyjna aktywów są pozytywnie skorelowane z wartością wskaźnika Q Tobina. Wskaźnik zadłużenia wpływa natomiast negatywnie na stosunek wartości rynkowej do wartości księgowej przedsiębiorstwa.

Należy podkreślić, że właściwości objaśniające modelu są stosunkowo niewielkie. Wartość współczynnika determinacji R^2 nie przekracza 0,2, a zatem zmienność współczynnika Q Tobina jedynie w niespełna 20% jest wyjaśniana zmiennością analizowanych wskaźników. Można zatem zaryzykować stwierdzenie, że bieżąca kondycja finansowa przedsiębiorstwa jest jedynie jednym z wielu czynników warunkujących jego wartość rynkową.

W dalszej kolejności oszacowano kilka modeli, które miały objaśnić wartość wskaźnika cena rynkowa do wartości księgowej przedsiębiorstwa (P/BV). Poszczególne parametry modeli zamieszczono w tabeli 2.

Tabela 2

Specyfikacje modelu opisującego P/BV

Zmienna objaśniająca	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
	coef./std. err.	coef./std. err.	coef./std. err.	coef./std. err.	coef./std. err.
1	2	3	4	5	6
ROE	0,0007813 0,0020397				
ROA	-0,0026228 0,0107521				
Current Ratio	0,069478 0,0543328				
Liquidity Ratio	-0,0013332 0,0783122	0,0944719* 0,0484035	0,0946808* 0,0484806	0,0735775 0,0493644	0,0808881* 0,048812
Profit Margin	0,0239272*** 0,0089054				
Gross Margin	-0,0111881*** 0,0039798				
ROS	-1,919002*** 0,7473817		-0,0265885 0,285376	0,0370971 0,2863454	-0,1161557 0,2878598
EBITA/Total Assets	1,388107 0,9190427	1,412227*** 0,4510803	1,443437*** 0,562042	1,376383** 0,5618214	1,546015*** 0,5630004
Debt Ratio	1,867223 0,4526499	2,458704*** 0,379331	2,457422*** 0,3797782	2,101507*** 0,4133312	1,95437*** 0,4454657
Debt -Equity Ratio	0,0895243** 0,0354045				0,0743786** 0,0345978

1	2	3	4	5	6
LTDR (Long Term Debt Ratio)				1,06324**	
				0,4923663	
Constans	0,5210422**	0,0776253	0,0771198	0,1792217	0,2303956
	0,2564154	0,2109974	0,211177	0,2160096	0,2225081
R ²	0,0411	0,0676	0,0681	0,0559	0,0893

*** – istotne przy poziomie 0,01; ** – istotne przy poziomie istotności 0,05; * – istotne przy poziomie istotności 0,10.

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie danych z tabeli 2 można stwierdzić, że modelem o najlepszych właściwościach objaśniających wartość wskaźnika P/BV był model 5. Jednak w modelu, w którym zmienną objaśnianą była wartość wskaźnika Q Tobina, wskaźnik determinacji był ponad dwukrotnie niższy. W tej specyfikacji modelu uwzględniono pięć następujących zmiennych objaśniających: wskaźnik bieżącej płynności, wskaźnik rentowności sprzedaży, wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów, wskaźnik ogólnego zadłużenia oraz wskaźnik zadłużenia kapitału własnego. Jednak wyłącznie trzy wskaźniki, tj. rentowności operacyjnej aktywów, ogólnego zadłużenia i zadłużenia kapitału własnego były istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05. Dokonane porównanie pozwala wyciągnąć jeszcze jeden wniosek, że wskaźniki oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw opisują wskaźnik Q Tobina w większym stopniu niż wskaźnik cena rynkowa akcji do wartości księgowej. Oznacza to, że uwzględnione w badaniu zmienne objaśniające lepiej wyjaśniają zmienność wskaźnika Q Tobina niż wskaźnik P/BV. Zatem wskaźnik P/VB w mniejszym stopniu odzwierciedla informacje dostarczane przez wykorzystane wskaźniki oceny finansowej przedsiębiorstwa.

Uwagi końcowe

Z przeprowadzonych studiów literatury wynika, że mierzona za pomocą powszechnie stosowanych wskaźników analizy finansowej kondycja finansowa przedsiębiorstw jest tylko jednym z wielu czynników kształtujących ich wartość. Badania oparte na modelowaniu ekonometrycznym dostarczyły dowodów, że wśród wskaźników kształtujących wartość przedsiębiorstw dominują mierniki rentowności, płynności oraz poziomu zadłużenia. Należy podkreślić, że wśród wskaźników oddziałujących na wycenę rynkową przedsiębiorstw znajdują się miary o relatywnie wąskim polu percepcji. Wśród miar rentowności poziom wskaźnika Q Tobina najlepiej był opisywany przez relację zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem do wartości aktywów ogółem, choć z analizy literatury przedmiotu wynika, że inwestorzy będą bardziej zainteresowani rentownością kapitałów własnych (ROE). Podobna sytuacja miała miejsce w wypadku wskaźników płynności finansowej. Z przeprowadzonych badań wynika, że inwestorzy częściej kierują się wskaźnikiem szybkim niż wskaźnikiem

bieżącej płynności. Wyjątek stanowi wskaźnik ogólnego zadłużenia, który lepiej niż wskaźnik zadłużenia długoterminowego wyjaśnia wartość rynkową przedsiębiorstw.

Istotną konkluzją z przeprowadzonych badań jest wniosek, że zadłużenie przedsiębiorstw ujemnie wpływa na ich wycenę rynkową. Stoi to w sprzeczności z teorią Modiglianiego-Millera, uwzględniającą podatek dochodowy. Zgodnie z tą teorią, użycie długu pozwala na uzyskanie korzyści płynących z odsetkowej tarczy podatkowej. Uzyskany wynik może zatem świadczyć o tym, że inwestorzy – oceniając wpływ zadłużenia na przedsiębiorstwo – uwzględniają także inne efekty, np. koszty bankructwa związane z poziomem lewarowania przedsiębiorstwa.

Ważnym spostrzeżeniem płynącym z przeprowadzonych badań jest także fakt, że znaczna część spośród analizowanych wskaźników nie wywiera istotnego wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstw. Może to być spowodowane relatywnie silnym skorelowaniem ze sobą powszechnie używanych miar kondycji finansowej. Oznacza to zatem, że znaczna część mierników kondycji finansowej powiela informacje zawarte w innych wskaźnikach i nie ma dla inwestorów istotnej wartości poznawczej.

Warto także dodać, że wskaźniki finansowe przedsiębiorstw w większym stopniu opisują wskaźnik Q Tobina niż wskaźnik rynku kapitałowego w postaci ceny do wartości księgowej. Oznacza to, że wskaźnik Q Tobina w większym niż wskaźnik P/BV stopniu powiela informacje dostarczane przez inne wskaźniki oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Należy podkreślić, że przeprowadzone w niniejszym opracowaniu analizy mają charakter pilotażowy i objęły relatywnie niewielki zakres subiektywnie wybranych wskaźników. Uzyskanie dokładniejszych wyników będzie wymagać objęcia badaniem znacznie większego zestawu wskaźników.

Literatura

- Brusov, P., Filatova, T., Orehova, N., Brusova, N. (2011). Weighted Average Cost of Capital in the Theory of Modigliani-Miller, Modified for a Finite Lifetime Company. *Applied Financial Economics*, 21, 815–824.
- Chugh, L.C., Meador, J.W. (1984). The Stock Valuation Process: The Analysts' View. *Financial Analysts Journal*, 6 (40), 41–48.
- Gupta, J., Bunkanwanicha, P., Khakimov, S., Spieser, P. (2016). Do Financial Indicators Drive Market Value of Firms in the Transition Economies? The Russian Case. *Journal of Emerging Market finance*, 2 (15), 225–268.
- Hällsten, B. (1966). A Note on Modigliani and Miller's Extension of the Theory of Investment and Financing. *Swedish Journal of Economics*, 2 (68), 74–88.
- Kaplan, R.S., Norton, D.P. (1996). Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*, 1 (74), 75–85.
- Kazlauskienė, V., Christauskas, Č. (2008). Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. *Engineering Economics*, 2 (57), 23–31.
- LEK Consulting (1998). Identifying and Managing Key Value drivers. *LEK Consulting Executive Insights*, 19 (36).
Pobrano z: https://www.lek.com/sites/default/files/insights/pdf-attachments/1936_Identifying_and_Managing_Key_Value_Drivers_LEK_Executive_Insights.pdf
- Raifur, L., Ferreira de Sousa, A. (2015). Financial Ratios And Market Value of Company. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 1 (7), 8–24.

Sharma, A.K., Kumar, S., Singh, R. (2012). Value Relevance of Financial Reporting and Its Impact on Stock Prices: Evidence from India. *South Asian Journal Of Management*, 2 (19), 60–77.

USING THE FINANCIAL INDICATORS FOR EVALUATING THE VALUE OF THE COMPANY

Abstract: *Purpose* – The purpose of the article was to define a set of indicators that best explain changes in the market value of the company.

Design/methodology/approach – In the research were used the most popular financial ratios, which allow to assess the financial situation of the company. The obtained results were compared with Tobin's q ratio and price to book value ratio. In the research was used a panel data model.

Findings – The results of the study allow to state that the indicators of the company's financial standing in a higher degree describe Tobin's q ratio rather than the price-to-book ratio. Out of 11 selected financial ratios, only three were statistically significant indicators that had an impact on Tobin's q value. These indicators were the current liquidity ratio, the operating profitability ratio of assets and the general debt ratio.

Originality/value – The originality of the study consists in the use of time-space series.

Keywords: Tobin's q, company value, financial ratios

Cytowanie

Adamczyk, A., Dawidowicz, D. (2018). Wykorzystanie wskaźników oceny sytuacji finansowej do wyce-ny wartości przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (94/1), 81–90. DOI: 10.18276/frfu.2018.94/1-07.