

Mirosław Wypych

Uniwersytet Łódzki

POZYCJA KONKURENCYJNA SPÓŁEK GIEŁDOWYCH KONTROLOWANYCH PRZEZ INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH

1. Wstęp

Konkurencyjność jest nierozzerwalnie związana z mechanizmem rynkowym. Przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa oznacza jego korzystne usytuowanie względem pozostałych uczestników rynku. Jednym z obszarów analizy przewagi konkurencyjnej może być rynek giełdowy – obiektem zainteresowania badacza są wówczas spółki giełdowe. Różnią się one m.in. formą sprawowania nadzoru właścicielskiego, którego odzwierciedleniem jest struktura akcjonariatu. Gdy kontrolny pakiet akcji jest w posiadaniu jednego inwestora, to on decyduje o kierunkach rozwoju spółki, a więc pośrednio formułuje jej strategię. Mówi się wówczas o inwestorskim modelu nadzoru właścicielskiego, w odróżnieniu od modelu menedżerskiego, charakterystycznego dla akcjonariatu rozproszonego. Można domniemywać, że realizacja określonej strategii wpływa na zmianę pozycji rynkowej spółki: umocnienie lub osłabienie tej pozycji. W szczególnej sytuacji są spółki kontrolowane przez inwestorów zagranicznych: na strategię spółki w tym przypadku mają wpływ uwarunkowania związane z procesami globalizacji.

Celem opracowania jest ocena pozycji konkurencyjnej krajowych spółek giełdowych przejętych i kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych. Ze względu na ograniczenia objętościowe opracowania analizie poddano jedynie spółki, które były obecne na giełdzie w latach 2003-2005 i w odniesieniu do których inwestor zagraniczny nie deklarował zamiaru wprowadzenia z obrotu giełdowego.

2. Ocena pozycji konkurencyjnej spółki na rynku giełdowym

Konkurencja jest pojęciem wyjątkowo niejasnym. W tradycyjnym ujęciu, które obowiązywało w czasach ustabilizowanej gospodarki, przyjmowano, że przedsiębior-

stwo konkurencyjne to firma skuteczna ekonomicznie, tzn. taka, która osiąga korzystniejsze wyniki ekonomiczne od wyników przedsiębiorstw konkurencyjnych [Moszkowicz 2005, s. 119]. Dzisiejsza konkurencja charakteryzuje się dynamiką i adaptacyjnością działania, szerokim wykorzystaniem osiągnięć nauki i techniki, powszechnym stosowaniem technologii informacyjno-komunikacyjnych oraz wykorzystaniem kapitału intelektualnego. Problemem otwartym pozostaje, co należy uczynić, aby tak określone czynniki konkurencyjności zostały uruchomione w działaniach realnych. W konsekwencji formy przewagi konkurencyjnej nieustannie zmieniają się, trudno jest je identyfikować i systematyzować [Pierścionek 1996, s. 206-236].

Złożoność i niejednoznaczność problematyki konkurencyjności uzasadniają potrzebę jej analizy w wybranych obszarach. Jednym z takich obszarów jest rynek giełdowy. Spółki notowane na giełdzie są wprowadzane zróżnicowane pod względem wielkości oraz przynależności do sektorów i działów gospodarki narodowej, jednak stanowią określoną zbiorowość, której przypisać można cechy specyficzne, istotne z punktu widzenia analizy konkurencyjności. Oto najważniejsze z nich:

- wejście i obecność na giełdzie wymagają spełnienia przez spółkę określonych warunków i są kontrolowane przez organy giełdy,
- prowadzenie rachunkowości i sporządzanie sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych podlega szczególnym uregulowaniom i jest zestandaryzowane,
- spółki są zobligowane do publicznego udostępniania sprawozdań finansowych i innych ważnych informacji, które mogą mieć wpływ na kształtowanie się kursów akcji,
- do oceny pozycji spółek na rynku giełdowym stosuje się specyficzne wskaźniki, które w ograniczonym zakresie można odnieść do przedsiębiorstw nie będących spółkami publicznymi,
- w przypadku spółek giełdowych urealnia się cel główny przedsiębiorstwa, jakim jest wzrost jego wartości rynkowej.

Ocena pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa może być dokonywana różnymi metodami. W odniesieniu do konkretnego podmiotu w praktyce najczęściej wykorzystuje się analizę SWOT oraz analizę fundamentalną. W analizach porównawczych pozycji konkurencyjnej większych zbiorów przedsiębiorstw użyteczne są metody wielokryteriowe (np. analiza dyskryminacyjna oraz analiza taksonomiczna) [Zdyb 2005, s. 103-111]. Ich stosowanie budzi pewne zastrzeżenia ze względu na subiektywność doboru wskaźników opisujących przedsiębiorstwa oraz konieczność przyjmowania upraszczających założeń przy konstruowaniu modeli analitycznych, co także nosi znamiona subiektywności. Z kolei inwestorzy giełdowi oceniają atrakcyjność spółek z reguły na podstawie miar powszechnie określanych jako wskaźniki rynku kapitałowego. I właśnie ten ostatni sposób podejścia do oceny pozycji konkurencyjnej z powodu jego prostoty i powszechności przyjęto w niniejszym opracowaniu. Spośród szeregu wskaźników wykorzystywanych do oceny pozycji rynkowej

spółki szczególne znaczenie przypisuje się następującym [Helfert 2005, s. 173-176; Nowak 1998, s. 193-196; Łuniewska, Tarczyński 2006, s. 50]:

- zysk na 1 akcję oraz relacja ceny akcji do zysku na 1 akcję (EPS, P/E),
- relacja ceny akcji do wartości księgowej akcji (P/BV),
- roczna stopa zwrotu z akcji (RSZ).

Przydatność informacyjna **wskaźnika zysk na 1 akcję** (EPS – *Earning per Share Ratio*) jest wprawdzie ograniczona (zwłaszcza w analizach porównawczych z innymi spółkami), jednak na jego podstawie można stwierdzić, czy spółka generuje zyski czy ponosi straty oraz ocenić tendencję zmian w tym zakresie. **Wskaźnik cena/zysk** (P/E – *Price/Earning Ratio*), stanowiący odniesienie aktualnego kursu akcji do kwoty zysku na 1 akcję, określanej również krotnością zysku, pokazuje ile inwestorzy są skłonni zapłacić za jednostkę zysku firmy. Ekonomiczna interpretacja tego wskaźnika polega na określeniu liczby lat, w ciągu których zysk przypadający na 1 akcję pokryje cenę jej zakupu. Obliczanie wskaźnika ma sens jedynie wtedy, gdy firma osiąga dodatni wynik finansowy. Miernik ten wykorzystywany jest powszechnie jako szybka i prosta metoda wstępnego oszacowania przybliżonej wartości spółki rozważanej jako cel przejęcia oraz jako technika oceny względnej atrakcyjności spółki stosowana przez inwestorów finansowych. Z punktu widzenia zarządzających informacja, że inne przedsiębiorstwa z branży osiągają wyższe wskaźniki P/E, oznacza, że firma jest oceniana niżej niż jego konkurenci. W analizie konkurencyjności wskazane jest porównywanie tego wskaźnika ze średnią dla całego rynku lub dla wybranej grupy konkurentów. W praktyce porównania tego rodzaju są jednak utrudnione, albowiem wartości średnie wskaźnika P/E obliczane dla całego rynku lub jego segmentów nie uwzględniając spółek wykazujących stratę.

Wskaźnik cena/wartość księgowa (P/BV – *Price/Book Value per Share*) odnosi aktualny kurs akcji do wartości księgowej na 1 akcję. Wartość księgową z rachunkowego punktu widzenia można utożsamić z bilansową wartością kapitału własnego. Stosunek ceny akcji do jej wartości księgowej, jako miara atrakcyjności firmy, nie odzwierciedla rzeczywistych ekonomicznych osiągnięć przedsiębiorstwa: wycena bilansowa opiera się bowiem na danych historycznych i dodatkowo zniekształcana jest przez różnorodne zabiegi księgowe. Zaletą wskaźnika jest jednak to, że charakteryzuje on stopień pokrycia wartości rynkowej spółki wartością księgową jej majątku. Za bazę odniesienia w analizach porównawczych przyjmuje się wartość wskaźnika na poziomie 1,0: wartości wyższe świadczą o efektywnym wykorzystaniu kapitałów własnych (rynek wycenia wartość spółki nie na podstawie wartości księgowej jej majątku, ale opierając się na zdolności do generowania zysku). Kształtowanie się wskaźnika P/BV poniżej 1,0 sygnalizuje niebezpieczeństwo przejęcia spółki przez konkurenta, a następnie jej likwidacji. Z kolei ekstremalnie wysokie wartości P/BV wskazują na przeszacowanie spółki, co może zachęcać inwestorów do wyzbywania się posiadanych akcji ze względu na duże prawdopodobieństwo spadkowej tendencji ich ceny.

Porównując zmianę kursu akcji w ciągu roku powiększoną o wypłaconą dywidendę z jej kursem na początku roku, określa się **roczną stopę zwrotu** (RSZ) za dany rok (*Rate of Return*). Duża przydatność praktyczna tego wskaźnika wynika z możliwości porównywania opłacalności inwestycji w akcje z innymi alternatywnymi formami angażowania kapitału, a także z poziomem inflacji. Obserwacja notowań akcji firmy na tle całego rynku czy też konkretnego sektora dostarcza informacji na temat jej obecnej i przyszłej pozycji konkurencyjnej. Bazę odniesienia w ocenie tej pozycji może stanowić wyrażona procentowo zmiana indeksu giełdowego WIG w danym roku, odzwierciedlająca przeciętną stopę zwrotu z akcji. Za kryterium pomocnicze pozytywnej oceny uznaje się uzyskanie dodatniej stopy zwrotu za dany rok, ewentualnie stopy zwrotu wyższej od poziomu inflacji.

3. Strategiczni inwestorzy zagraniczni w polskich spółkach giełdowych

Polska od początku okresu transformacji systemowej stanowi obiekt zainteresowania inwestorów zagranicznych. Obiektem szczególnego zainteresowania są akcje spółek notowanych na GPW w Warszawie. W sytuacji gdy inwestor staje się właścicielem ponad połowy kapitału zakładowego (konkretnie posiada powyżej 50% głosów na WZA), mówi się o przejęciu spółki. Zakres kontroli nad spółką jest wówczas na tyle znaczny, że inwestor może podejmować decyzje strategiczne i bierze na siebie odpowiedzialność za losy spółki. Inwestora tego powszechnie określa się mianem inwestora branżowego lub inwestora strategicznego. O kontroli spółki można mówić także w sytuacji, gdy podmiot zagraniczny posiada pakiet akcji, nie gwarantujący wprowadzie większości głosów na WZA, ale czyniący go akcjonariuszem dominującym, a pozostałe akcje są rozproszone, lub gdy ponad połowę głosów posiada grupa podmiotów zagranicznych powiązanych kapitałowo.

W latach 1991-2005 przejęte zostały przez inwestorów zagranicznych 74 spółki, co stanowiło 26,4% łącznej liczby krajowych spółek publicznych notowanych na giełdzie w tym okresie. Na koniec 2005 r. inwestorzy zagraniczni sprawowali nadzór właścicielski nad 33 spółkami, a wartość będących w ich posiadaniu akcji w kapitalizacji giełdowej spółek krajowych wynosiła ok. 30% [Wypych 2006, s. 223-225].

Powyższe dane wskazują, że większość przejętych przez inwestorów zagranicznych spółek opuściła giełdę (w kilku przypadkach dochodziło do fuzji). Mamy więc do czynienia z dwoma modelami zachowań inwestorów zagranicznych, które wywierają istotny wpływ zarówno na strategię rozwoju spółki, jak i na funkcjonowanie rynku giełdowego [Konieczny, Wypych 2006, s. 272-273].

Po pierwsze – strategia wycofania spółki z giełdy. Najczęściej jest ona realizowana w odniesieniu do spółek przemysłowych o ugruntowanej renomie i rozwiniętej sieci dystrybucji. Inwestor, przejmując spółkę, unika ponoszenia nakładów na inwestycje rzeczowe i kosztów wejścia na rynek oraz omija trudny i długotrwały etap

budowania wizerunku. Realizuje swój rozwój strategiczny w drodze kupowania potencjału na rynku. Z czasem obecność spółki na giełdzie staje się dla inwestora uciążliwa ze względu na obowiązek publikowania informacji i ujawniania decyzji strategicznych dotyczących rozwoju spółki.

Po drugie – strategia utrzymywania spółki na giełdzie bez deklaracji zamiaru jej wycofania. Obecność na giełdzie traktowana jest przez inwestora zagranicznego jako ważny element kształtowania wizerunku i umacniania pozycji konkurencyjnej spółki. Nakłady poniesione na przejęcie spółki i jej restrukturyzację dyskontowane są m. in. przez wypłatę stosunkowo wysokich dywidend, opłaty licencyjne, nabywanie nowo emitowanych akcji po cenach preferencyjnych, ustalanie wysokich wynagrodzeń dla zarządu itp.

W przypadku wycofywania spółki z obrotu publicznego inwestor strategiczny zwiększa swoje udziały w akcjonariacie do poziomu przekraczającego 90%, co ogranicza płynność akcji. Samo wyjście spółki z giełdy zmniejsza liczbę dostępnych dla inwestorów akcji i prowadzi do sytuacji konfliktowych z posiadaczami niewielkich pakietów akcji danej spółki. Wywiera to raczej ujemny wpływ na kształtowanie się kursów giełdowych i może prowadzić do osłabienia pozycji konkurencyjnej spółki na rynku giełdowym. Jeżeli spółka pozostaje na giełdzie, udział inwestora strategicznego w akcjonariacie jest w miarę stabilny: nie jest on zainteresowany jego zwiększaniem, aby nie ograniczać dostępności do akcji pozostałym uczestnikom rynku giełdowego. Jeżeli dodatkowo spółka osiąga korzystne wyniki finansowe, sprzyja to umacnianiu pozycji konkurencyjnej.

4. Konkurencyjność spółek giełdowych kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych – analiza empiryczna

Celem aplikacyjnej części artykułu jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie: czy pozycja konkurencyjna na rynku giełdowym spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych jest silniejsza na tle ogółu spółek? Pozytywna odpowiedź na tak sformułowany problem oznaczałaby, że spółki kontrolowane przez inwestora zagranicznego są lepiej postrzegane przez inwestorów giełdowych, czego odzwierciedleniem są relatywnie wysokie notowania ich akcji. Przestanką takiej pozytywnej oceny przez inwestorów giełdowych mogą być korzystne wyniki finansowe, stabilność rozwoju, regularna wypłata dywidend. Atrybuty te są typowe dla sytuacji, gdy inwestor strategiczny traktuje obecność spółki na giełdzie jako istotny element strategii jej rozwoju. Interesują nas zatem jedynie spółki, w odniesieniu do których inwestor zagraniczny nie deklaruje opcji wycofania ich z obrotu giełdowego.

Poszukując odpowiedzi na to pytanie, analizą objęto spółki krajowe, które notowane były na GPW w latach 2003-2005 i w których przez cały ten okres nie dokonały się zasadnicze zmiany struktury akcjonariatu. Łącznie warunek ten spełniało

150 spółek, z czego przez strategicznego inwestora zagranicznego kontrolowane były 33 spółki.

Ocenę pozycji konkurencyjnej spółek przeprowadzono na podstawie trzech kryteriów: rentowności, relacji ceny akcji do wartości księgowej oraz rocznej stopy zwrotu. Kryterium rentowności zinterpretowano jako wykazywanie dodatniego lub ujemnego wyniku finansowego netto. W przypadku ujemnego wyniku finansowego wartość EPS jest ujemna, a na koniec roku nie jest obliczany wskaźnik P/E. Określanie wartości średniej wskaźnika P/E dla ogółu spółek (bądź ich grup) jest więc pozbawione sensu i z tego względu w analizie porównawczej został on pominięty. Wartość wskaźnika P/BV przyjęto każdorazowo według stanu na koniec roku. W analizie wyodrębniono dwa jego poziomy: poniżej 1,0 oraz powyżej 150% wartości przeciętnej dla ogółu spółek giełdowych. Także roczna stopa zwrotu (RSZ) określana jest według stanu na 31 grudnia i uwzględnia zmiany kursu akcji oraz wypłaconą w danym roku dywidendę. Wyodrębniono dwa poziomy tego wskaźnika: wartość ujemną oraz wartość przekraczającą 150% rocznej stopy zwrotu z indeksu WIG.

Zestawienie wymienionych kryteriów wraz z wartościami granicznymi stanowiącymi podstawę różnicowania ich poziomu podano w tab. 1. Na podstawie wartości wskaźników dla poszczególnych spółek i przyjętych kryteriów dokonano oceny ich pozycji konkurencyjnej. Dzięki temu możliwe było porównanie zbiorowości spółek kontrolowanych przez inwestora strategicznego z całą zbiorowością objętych analizą spółek. Rezultaty analizy danych zbiorczych przedstawiono w tab. 2.

Tabela 1. Kryteria oceny pozycji konkurencyjnej spółek giełdowych

Wyszczególnienie		Lata		
		2003	2004	2005
Wskaźnik EPS		dodatni (zysk) / ujemny (strata)		
P/BV	poziom niski	poniżej 1,0		
	poziom wysoki (ponad 150% wartości przeciętnej)	> 2,13	> 2,79	> 3,09
	poziom niski	wartość ujemna		
RSZ	poziom wysoki (ponad 150% stopy zwrotu z WIG)	> 67,38	> 41,91	> 50,40

Źródło: opracowanie własne.

Rozpatrując pozycję konkurencyjną w kategoriach rentowności, wyraźnie obserwujemy przewagę spółek posiadających zagranicznych inwestorów strategicznych. We wszystkich objętych analizą okresach odsetek spółek wykazujących zysk jest w tym przypadku wyraźnie wyższy w porównaniu z ogółem spółek. Analogiczny wniosek można sformułować na podstawie obserwacji wskaźnika P/BV. Ponownie korzystniej prezentują się spółki posiadające zagranicznego inwestora strategicznego, a dysproporcje w zróżnicowaniu poziomie relacji są jeszcze większe.

Tabela 2. Pozycja konkurencyjna spółek kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych na tle ogółu objętych analizą spółek giełdowych w latach 2003-2005 (w %)

Kryterium oceny	Lata					
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Rentowność (EPS)	EPS < 0			EPS > 0		
Spółki kontrolowane przez inwestora zagranicznego	30,3	15,2	18,2	69,7	84,8	81,8
Oceniane spółki razem	43,3	21,3	28,0	56,7	78,7	72,0
Relacja P/BV	P/BV < 1,0			P/BV > 150% wartości przeciętnej		
Spółki kontrolowane przez inwestora zagranicznego	12,1	15,1	15,2	30,3	24,2	21,2
Oceniane spółki razem	44,0	26,7	27,3	24,7	25,3	22,0
Stopa zwrotu RSZ	RSZ < 0			RSZ > 150% wartości przeciętnej		
Spółki kontrolowane przez inwestora zagranicznego	18,2	30,3	39,4	42,4	24,2	21,2
Oceniane spółki razem	12,0	18,7	40,0	53,3	47,3	24,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Przewodnik inwestora. Almanach polskiego rynku kapitałowego* za lata 2003, 2004, 2005, Wydania specjalne „Parkiet”; *Rocznik Giełdowy* oraz *Biuletyn Roczny GPW* za lata 2003-2005 GPW w Warszawie.

Zadziwiające wydaje się być osiąganie relatywnie niskich stóp zwrotu przez spółki posiadające zagranicznego inwestora strategicznego, mimo że wypłacają one stosunkowo wysokie dywidendy, a ich kondycja finansowa jest zadowalająca. Wyjaśnienie przyczyny tego stanu rzeczy jest stosunkowo proste – okazuje się, iż spółki te charakteryzują się dosyć wysokim poziomem wskaźnika P/E, a więc podstawowego wskaźnika wykorzystywanego przez inwestorów finansowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych (np. w 2005 r. średnia arytmetyczna poziomu wskaźnika P/E dla spółek posiadających zagranicznego inwestora strategicznego wyniosła 23,0 przy średniej dla ogółu spółek giełdowych 15,5). Wysoki poziom wskaźnika P/E interpretowany jest przez inwestorów jako wyraz przeszacowania akcji – akcje są relatywnie drogie i ewentualny ich zakup nie gwarantuje uzyskania wysokiej stopy zwrotu.

5. Podsumowanie

Odpowiedź na pytanie postawione w pkt 3 jest zatem pozytywna. W świetle rezultatów przeprowadzonej analizy, okazało się, że spółki posiadające strategicznego inwestora zagranicznego zainteresowanego obecnością spółki w obrocie giełdowym są bardziej konkurencyjne na tle ogółu spółek. Należy zdawać sobie sprawę z niedoskonałości przyjętych kryteriów oceny pozycji konkurencyjnej spółek. W artykule jedynie zasygnalizowano ten problem. Wskazane są dalsze, bardziej pogłębione badania w tym zakresie. Interesująca wydaje się być zwłaszcza ocena pozycji rynkowej spółek przejmowanych przez inwestorów zagranicznych i wyprowadzanych z

obrotu giełdowego. Wnioski płynące z tego rodzaju analiz mogą okazać się przydatne zarówno dla inwestorów giełdowych, jak i dla menedżerów zarządzających spółkami publicznymi.

Literatura

- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Konieczny Z., Wypych M., *Inwestycje zagraniczne na polskim rynku giełdowym w latach 2003-2005*, [w:] *Finanse i bankowość w integrującej się Unii Europejskiej*, red. T. Famulska, J. Nowakowski, Difin, Warszawa 2006.
- Łuniewska M., Tarczyński W., *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Moszkowicz M. (red.), *Zarządzanie strategiczne. Systemowa koncepcja biznesu*, PWE, Warszawa 2005.
- Nowak M., *Praktyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Metody i ograniczenia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
- Pierścionek Z., *Strategie rozwoju firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
- Wypych M., *Inwestorzy zagraniczni w procesach przejęć i fuzji polskich spółek giełdowych*, [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Część 1, Wydawnictwo Naukowe NOVUM, Płock-Łódź 2006.
- Zdyb M.W., *Konkurencyjność polskich przedsiębiorstw budowlano-montażowych notowanych na GPW w Warszawie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 2.

FOREIGN-CONTROLLED STOCK EXCHANGE ENTERPRISES' COMPETITIVE POSITION

Summary

The target of the paper is opinion about competitive position of foreign-controlled stock exchange enterprises. The author presents rating rules for competitive position and foreign investors' strategies referring to controlled enterprises. The empirical part contains an analysis of companies being present at the Warsaw Stock Exchange during the years 2003-2005. The paper shows that the competitive position of strategic investor-controlled companies is stronger than the others.