

ZARZĄDZANIE FINANSAMI

WYBRANE ZAGADNIENIA (2/2)



DR LESZEK CZAPIEWSKI

SPIS TREŚCI

1. OCENA EFEKTYWNOŚCI WYKORZYSTANIA AKTYWÓW	4
2. WYCENA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA.....	8
2.1. Metody majątkowe	8
2.2. Metody dochodowe.....	10
2.3. Metody porównawcze.....	15
2.4. Metody mieszane	18
3. ELEMENTY RYNKU KAPITAŁOWEGO.....	19
3.1. Segmenty rynku kapitałowego.....	19
3.2. Ryzyko na rynku kapitałowym	21
3.3. Wybrane metody oceny wiarygodności emitentów	25
3.4. Rodzaje i charakterystyka lokacyjnych papierów wartościowych.....	36

1. OCENA EFEKTYWNOŚCI WYKORZYSTANIA AKTYWÓW

Ocena efektywności gospodarowania majątkiem firmy jest niezwykle ważnym weryfikatorem jakości zarządzania. Najczęściej w tym celu wykorzystuje się wskaźniki określające szybkość z jaką w przedsiębiorstwie „obracane” są aktywa obrotowe lub ich poszczególne składniki jak zapasy i należności, oraz szybkość spłaty swoich zobowiązań.

Wskaźnik rotacji majątku obrotowego - opisuje efektywność wykorzystania aktywów obrotowych:

$$\text{wskaźnik rotacji majątku obrotowego} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{przeciętny stan aktywów obrotowych}}$$

Oczekuje się wzrostu jego wartości w czasie, świadczącego o coraz lepszym wykorzystaniu aktywów obrotowych przez jednostkę. Na jego wartość wpływają wszystkie składniki majątku obrotowego, dlatego też dla dokładniejszej analizy konieczne jest badanie efektywności poszczególnych grup aktywów – przede wszystkim należności i zapasów.

Wskaźnik rotacji należności - informuje ile razy w ciągu roku przedsiębiorstwo odtworzyło swój stan należności, czy też ile cykli obrotowych należności miało miejsce w ciągu roku obrachunkowego. Jego konstrukcja wygląda następująco:

$$\text{wskaźnik rotacji należności} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{przeciętny stan należności}}$$

Nie występuje wzorcowa wartość tego wskaźnika. Jedyną możliwością jego oceny są porównania w czasie i przestrzeni. Oczekuje się, że w rozwijającym się podmiocie wartość tego wskaźnika będzie wysoka, z tendencją wzrostową. Porównywanie w przestrzeni musi być przeprowadzane w stosunku do konkretnej branży lub przedsiębiorstwa.

Wskaźnik rotacji zapasów - informuje o tym, ile razy w ciągu roku posiadane przez jednostkę zapasy zostały przekształcone w wyroby gotowe:

$$\text{wskaźnik rotacji zapasów} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{przeciętny stan zapasów}}$$

Jest to wskaźnik określający efektywność wykorzystania zapasów. Niski wskaźnik sugeruje, że poziom zapasów jest zbyt wysoki i spółka niepotrzebnie.

Wskaźnik rotacji zobowiązań - informuje o tym, ile razy w ciągu roku następuje rotacja zobowiązaniami:

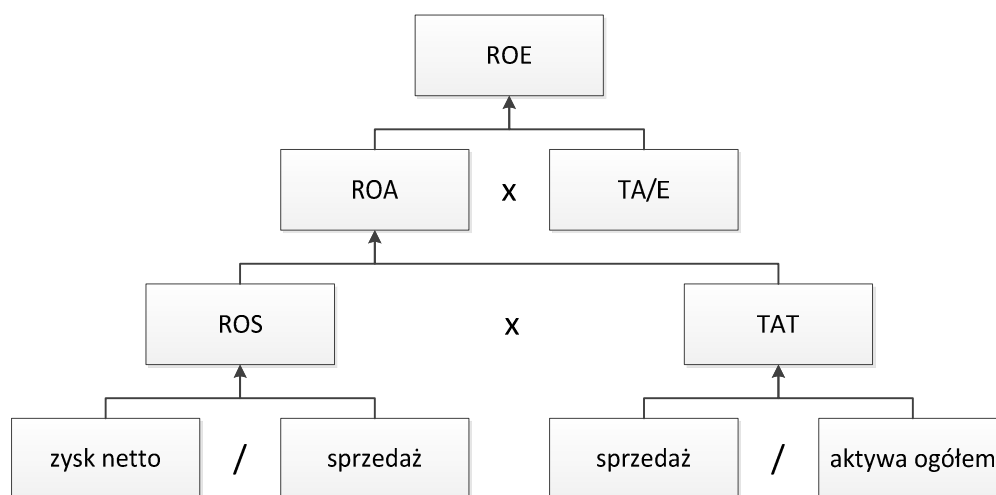
$$\text{wskaźnik rotacji zobowiązań} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{przeciętny stan zobowiązań bieżących}}$$

Wskaźnik produktywności kapitału pracującego - informuje o wielkości przychodów ze sprzedaży przypadających na jedną złotówkę kapitału pracującego:

$$\text{wskaźnik produktywności kapitału pracującego} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{przeciętny stan kapitału pracującego}}$$

Pozytywnym zjawiskiem jest jego wzrost oznaczający wzrost obrotowości kapitału pracującego.

Innym podejściem do analizy efektywności wykorzystania aktywów jest analiza piramidy Du Ponta. Głównym jej celem jest ukazanie kluczowych obszarów, w których zmiany mogą poprawić sytuację finansową przedsiębiorstwa. Informacje jakie ze sobą niesie mają kluczowe znaczenie zarówno dla kierownictwa, jak i pozostałych odbiorców informacji gospodarczych płynących z przedsiębiorstwa.



Model Du Ponta bazuje na wybranych pozycjach bilansu oraz rachunku zysków i strat. Ukazuje on zależności przyczynowo-skutkowe zachodzące pomiędzy bardzo ogólnymi wskaźnikami (takimi jak *ROE* czy *ROA*), oraz wskaźnikami występującymi na niższych poziomach piramidy. Podstawowym celem tworzenia modelu jest rozłożenie informacji gospodarczych zawartych w syntetycznych wskaźnikach na czynniki o niższym stopniu ogólności. Dzięki tak pogłębionej analizie możliwym staje się nie tylko kompleksowa ocena działalności przedsiębiorstwa, ale także przewidywanie dalszego kierunku oraz tempa jego rozwoju.

Na szczycie piramidy znajduje się wskaźnik rentowności kapitału własnego *ROE*, który obliczany jest poprzez podzielenie zysku netto przez kapitał własny ($ROE = ROA \times TA/E$). Model jednak wyraża ten wskaźnik poprzez tzw. równanie Du Ponta, w którym to stopa zwrotu z kapitału własnego *ROE* równa się iloczynowi rentowności aktywów *ROA* i tzw. mnożnika kapitału własnego (*TA/E*). Mnożnik ten jest miernikiem dźwigni finansowej oraz wskazuje na

stosunek zaangażowanych w firmie kapitałów własnych i obcych. Jest to podstawowa tożsamość modelu. Analizę piramidy Du Ponta można prowadzić zarówno „od dołu”, jak i „od góry”. Prawa strona schematu prezentuje proces koncentrujący się na obliczeniu efektywności wykorzystania aktywów mierzonej za pomocą wskaźnika rotacji. Poprzez podzielenie wartości sprzedaży przez aktywa ogółem uzyskiwany jest wskaźnik rotacji aktywów (*TAT*). Lewa strona schematu przedstawia procedurę obliczania efektywności obrotu mierzonej wskaźnikiem rentowności netto obrotu (zwanej również wskaźnikiem marży zysku netto). Poprzez odniesienie zysku netto do wartości sprzedaży możliwe jest na obliczenie wskaźnika rentowności netto sprzedaży (*ROS*). Mnożąc następnie ten wskaźnik przez wskaźnik rotacji aktywów ogółem otrzymujemy stopę zysku z aktywów (*ROA*).

Ze schematu wynika, że rentowność aktywów *ROA* zależna jest od rentowności sprzedaży *ROS* oraz wskaźnikowi rotacji aktywów *TAT* ($ROA = ROS \times TAT$). Poprzez kolejne rozszerzenia modelu, tworzące tzw. rozszerzony model Du Ponta rentowność aktywów została opisana przez następujące równanie:

$$ROE = ROS \times TAT \times TA/E = (\text{Zysk netto} / \text{Sprzedaży}) \times (\text{Sprzedaż} / \text{Aktywa ogółem}) \times (\text{Aktywa ogółem} / \text{Kapitał własny}) = \text{Zysk netto} / \text{Kapitał własny}$$

Z przedstawionego powyżej równania wynika jednoznacznie, że rentowność kapitałów własnych (inaczej ich zwrot) zależny jest w głównej mierze bezpośrednio od trzech czynników :

- poziomu rentowności sprzedaży netto, wyrażonej wskaźnikiem *ROS*,
- poziomem efektywności wykorzystania majątku, czyli rotacji (obrotowości) aktywów *TAT*,
- wielkości mnożnika kapitału własnego, wyrażonego przez wskaźnik *TA/E*.

Metodyka analizy finansowej pozwala na obliczenie rentowności kapitałów własnych bez konieczności wyliczania poszczególnych elementów rozszerzonego równania Du Ponta. Jednakże uproszczenie metody nie otrzymuje się szansy wglądu w strukturę, a co za tym idzie nie możliwym staje się określenie które czynniki mają największy wpływ na poziom wskaźnika *ROE*. Spadek jego poziomu jak już wcześniej opisano może być spowodowany przez trzy główne czynniki :

- złe gospodarowanie własnym majątkiem,
- zbyt mała marża ze sprzedaży,
- zbyt niskie wykorzystanie zewnętrznego finansowania w przedsiębiorstwie.

Zarówno złe gospodarowanie majątkiem, jak i niska marża ze sprzedaży w sposób oczywisty negatywnie wpływa na rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa. Duży wpływ na poziom *ROE* może mieć struktura majątkowa przedsiębiorstwa i skala jego zewnętrznego finansowania. W modelu Du Ponta element ten reprezentowany jest przez mnożnik kapitału własnego TA/E (Majątek ogółem / Kapitał własny). Wskaźnik ten ukazuje stopień zaangażowania kapitałów własnych w majątku przedsiębiorstwa. Wartość tego wskaźnika zawierać się może w przedziale od 1 do, teoretycznie plus nieskończoności. Poprzez zwiększanie udziału kapitałów obcych w strukturze majątku można doprowadzić do wzrostu wskaźnika *ROE*. Wzrost ten związany jest z dodatnim efektem dźwigni finansowej i działa tylko jeśli rentowność majątku przewyższa oprocentowanie długu. Jeżeli jednak wzrost zadłużenia powoduje spadek wskaźnika *ROE*, to występuje ujemna dźwignia finansowa.

2. WYCENA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

2.1. METODY MAJĄTKOWE

Według metod majątkowych wartość firmy wynika z posiadanego przez tą firmę majątku. Informacje o wartości tego majątku brane są z bilansu przedsiębiorstwa. Jednakże bilans nie uwzględnia kapitału intelektualnego firmy w postaci umiejętności pracowników, opinii klientów o firmie, znaków towarowych i marek. Wycena majątkowa nie bierze pod uwagę również przyszłego rozwoju firmy oraz kondycji gospodarki w postaci danych makroekonomicznych. Wyróżnia się następujące rodzaje metod majątkowych:

- metoda wartości księgowej,
- metoda skorygowanej wartości księgowej,
- metoda wartości likwidacyjnej,
- metoda odtworzeniowa.

Metoda wartości księgowej netto (BV - book value) opiera się na obliczeniu wartości firmy na podstawie zapisów bilansowych - aktywów i pasywów. Metoda ta, zwana inaczej metodą wartości aktywów netto, polega na pomniejszeniu księgowej wartości aktywów o kapitały obce, czyli wszelkie zobowiązania długo- i krótkoterminowe. Można także podejść do wyceny tą metodą od strony pasywów. W tym przypadku, wartość przedsiębiorstwa jest równa wartości kapitałów własnych tego przedsiębiorstwa. Niezależnie od wybranego podejścia powinniśmy otrzymać tę samą wartość.

Metoda skorygowanej wartości aktywów netto jest rozwinięciem i udoskonaleniem metody wartości księgowej netto. Z uwagi na fakt, iż wycena aktywów i pasywów na potrzeby bilansu niejednokrotnie różni się od wyceny rynkowej tych wielkości, często niezbędne jest przeszacowanie poszczególnych składników aktywów i pasywów, czyli określenie ich wartości rynkowej. Wycena na podstawie rynkowych wartości posiadanych aktywów i pasywów nazywana jest metodą skorygowanych aktywów netto. Po dokonaniu niezbędnych korekt, wartość przedsiębiorstwa liczy się tak jak w przypadku wyceny metodą księgową.

Metoda odtworzeniowa – jej celem jest oszacowanie sumy nakładów finansowych, jakie potrzebne byłyby do odtworzenia poszczególnych elementów majątku wycenianego przedsiębiorstwa. Można stwierdzić, że metoda odtworzeniowa koryguje wartość księgową aktywów pod względem inflacji, jak i zużycia. Metoda ta jest często wykorzystywana przez

przedsiębiorców podejmujących decyzję o tym, czy bardziej opłaca się kupić jakieś przedsiębiorstwo, czy też zbudować je samemu od podstaw. Jednak wadą tej metody jest trudność w oszacowaniu takich elementów, jak reputacja firmy oraz czas potrzebny na osiągnięcie określonej pozycji na rynku.

Metoda likwidacyjna (upłynnienia) polega na oszacowaniu przychodów uzyskanych ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa. Od sumy wartości otrzymanej ze sprzedaży składników majątku należy odjąć wszelkie zobowiązania finansowe, jakie spółka musiałaby ponieść w przypadku jej likwidacji, przy czym wartość tą należy jeszcze pomniejszyć o koszty upłynnienia. Metoda ta pozwala oszacować dolny próg wartości przedsiębiorstwa, zakładając brak kontynuacji jego działalności. Jednym ze sposobów wyceny metodą likwidacyjną jest zastosowanie tzw. **formuły Wilcox'a**. Zgodnie z tą formułą wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa wynika z następujących składników:

- gotówka plus papiery wartościowe, które można upłynnić,
- plus 70% wartości księgowej zapasów, należności, zaliczek,
- plus 50% wartości księgowej innych aktywów,
- minus zobowiązania krótkoterminowe,
- minus zobowiązania długoterminowe.

Wzór ten pozwala na obliczenie, jaką wartość likwidacyjną będzie miało przedsiębiorstwo w wypadku ewentualnego bankructwa, czy wymuszonej wyprzedaży jego majątku.

2.2. METODY DOCHODOWE

Za najbardziej uniwersalne i najlepiej odzwierciedlające wartość rzeczywistą przedsiębiorstw zarówno praktycy, jak też teoretycy wyceny uznają metody dochodowe. Specyfika metod dochodowych polega na powiązaniu wartości spółki z osiąganymi i prognozowanymi dochodami. Podstawowe założenie tych metod określa, że „prognozowany strumień przyszłych opodatkowanych przepływów pieniężnych netto jest miarą przyszłych pożytków inwestora, wynikających z prawa własności lub użytkowania wartości niematerialnych i prawnych”. Nie uwzględniają one natomiast majątku, który jest potrzebny dla uzyskania tych pożytków. Firmy, które posiadają różną wartość majątku mogą mieć taką samą wartość w przypadku, gdy prognozy generowanych przez nie zysków są podobne.

Jedną z bardziej rozpowszechnionych metod dochodowych jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, czyli *DCF* (*Discounted Cash Flow*). Istnieje kilka odmian wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą *DCF* różniących się między sobą zarówno poziomem szczegółowości, jak i konstrukcją (sposobem obliczania) prognozowanych przepływów pieniężnych oraz określaniem stopy dyskontowej. Podstawowe założenia metody *DCF* to:

- wartość przedsiębiorstwa wynika z przyszłych dochodów (przepływów gotówkowych), jakie będzie ono generowało na rzecz właścicieli;
- wartość przedsiębiorstwa oblicza się jako sumę zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową wszystkich przyszłych przepływów pieniężnych;
- konieczne jest opracowanie długoterminowej prognozy finansowej określającej dochody, a także ustalenia przewidywanej wartości po okresie prognozy;
- w praktyce wycena jest sumą dwóch części: zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie prognozy (zwykle 8-10 lat) oraz wartości końcowej, zwanej rezydualną.

Najprostszym modelem wyznaczającym wartość kapitału własnego jest model zdyskontowanych dywidend o stałym wzroście, który oparty jest o wzór na rentę wieczystą i ma następującą postać:

$$V_E = \frac{D_1}{k_e - g_n}$$

gdzie:

D_1 - wielkość dywidendy w następnym roku,

k_e - koszt kapitału własnego,

g_n - stała stopa wzrostu dywidendy.

W przypadku gdy spółka nie wypłaca dywidendy lub gdy założenie stałej stopy wzrostu dywidendy wydaje się niewłaściwe należy użyć modelu opisanych poniżej.

Według metody *DCF* wartość przedsiębiorstwa równa się sumie zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową, generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych, które po skumulowaniu i zsumowaniu, tworzą łączny strumień pieniężny pozostający do dyspozycji właścicieli. Podczas wyceny można rozpatrywać dwie kategorie przepływów pieniężnych:

- przepływy pieniężne do firmy (*FCFF*),
- przepływy pieniężne dla akcjonariuszy (*FCFE*).

W celu obliczenia wysokości przepływów pieniężnych do firmy (*FCFF*), lub inaczej skumulowanych przepływów pieniężnych, można zsumować przepływy przypadające dla akcjonariuszy (zwykłych) z przepływami dla dostawców kapitału dłużnego oraz posiadaczy akcji uprzywilejowanych. Jednak znacznie prostszą metodą jest odjęcie od zysków operacyjnych po opodatkowaniu (*NOPLAT*- *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) wartości inwestycji netto. Inwestycje netto będące zmianą stanu zainwestowanego kapitału są to fundusze, które wracają do firmy, aby podtrzymać przewidywaną stopę wzrostu środków pieniężnych. Jeśli dodamy amortyzację do *NOPLAT* i inwestycji netto otrzymamy odpowiednio przepływy gotówkowe brutto i inwestycje brutto.

$$FCFF = NOPLAT - Inwestycje\ netto$$

$$FCFF = (NOPLAT + Amortyzacja) - (Inwestycje\ netto + Amortyzacja)$$

$$FCFF = Przepływy\ gotówkowe\ brutto - Inwestycje\ brutto$$

Otrzymaną kwotę nazywa się wolnymi przepływami pieniężnymi firmy (*free cash flow to the firm, FCFF*), a oparte na nich modele - modelami zdyskontowanych *FCFF*.

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych firmy *FCFF* jest najczęściej stosowanym modelem. Wzór na obliczenie całkowitej wartości przedsiębiorstwa:

$$V_F = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{N+1}}{(WACC - g_{FCFF})(1+WACC)^N}$$

gdzie:

$FCFF_t$ - wielkość przepływów pieniężnych do firmy w okresie t ,

$FCFF_{N+1}$ - wielkość przepływów pieniężnych do firmy w pierwszym roku po okresie jawnej prognozy,

WACC - średni ważony koszt kapitału,

g_{FCFF} - oczekiwana stopa wzrostu przepływów gotówkowych do firmy w kolejnych latach po okresie jawnej prognozy,

N - liczba lat jawnej prognozy.

Jeżeli od otrzymanej wartości przedsiębiorstwa V_F odejmiemy wartość oprocentowanych zobowiązań otrzymamy wartość kapitału własnego.

Innym podejściem jest szacowanie przepływów pieniężnych pozostałych w firmie po zaspokojeniu inwestorów nie będących udziałowcami (raty kapitałowe i odsetki dla kredytodawców i obligatariuszy, dywidendy uprzywilejowane) i po dokonaniu reinwestycji.

$FCFE = FCFF - \text{Pozaoperacyjne przepływy pieniężne}$

Tak zdefiniowane przepływy określa się mianem wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy (*free cash flow to equity*, $FCFE$), a oparte na nich modele – modelami zdyskontowanych $FCFE$.

Również w tym modelu wartość kapitału własnego składa się z sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy w okresie prognozy oraz zdyskontowanej wartości rezydualnej, obliczanej ze wzoru na rentę wieczystą. Wartość kapitału własnego wyznacza się na podstawie:

$$V_E = \sum_{t=1}^N \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{FCFE_{N+1}}{(k_e - g_{FCFE})(1+k_e)^N}$$

gdzie:

$FCFE_t$ - wielkość przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy w okresie t ,

$FCFE_{N+1}$ - wielkość przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy w pierwszym roku po okresie jawnej prognozy,

k_e - koszt kapitału własnego,

g_{FCFE} - oczekiwana stopa wzrostu przepływów gotówkowych dla akcjonariuszy w kolejnych latach po okresie jawnej prognozy,

N - liczba lat jawnej prognozy.

Zaprezentowane modele wystarczają zazwyczaj do oszacowania wartości każdego rodzaju firmy. Można zastosować je zarówno do stabilnych przedsiębiorstw, generujących duże zyski i przepływy gotówkowe, jak również do spółek o szybkim wzroście, których przepływy pieniężne mogą obecnie być ujemne, ale dają szansę na dodatnie przepływy w przyszłości, a także do spółek znajdujących się obecnie w kłopotach i generujące straty, ale których sytuacja może się w przyszłości poprawić.

W przedstawionych powyżej modelach oczekiwane przepływy pieniężne są dyskontowane do wartości obecnej. W modelach zdyskontowanych dywidend i *FCFE*, jako stopy dyskontowej, stosuje się koszt kapitału własnego, natomiast w modelu zdyskontowanych *FCFF* przepływy pieniężne firmy dyskontuje się średnim ważonym kosztem kapitału (*weighted average cost of capital, WACC*).

Średni ważony koszt kapitału stanowi stopę dyskontową, za pomocą której przelicza się na wartość bieżącą oczekiwane przepływy gotówkowe dla wszystkich inwestorów. Stopa ta odpowiada kosztowi alternatywnemu związanemu z ulokowaniem środków przez inwestorów w daną firmę, zamiast w inne inwestycje o podobnym ryzyku. Ważony koszt kapitału oblicza się jako średnią kosztu kapitału własnego i kapitału obcego, ważoną udziałem wartości tych typów kapitału w rynkowej wartości całej firmy. W przypadku, gdy wartości rynkowe nie są dostępne należy skorzystać z wartości księgowych. Wzór na obliczenie wartości *WACC*:

$$WACC = \frac{V_E}{V_E + V_D} \times k_E + \frac{V_D}{V_E + V_D} \times k_D$$

V_E - wartość kapitału własnego

V_D - wartość kapitału obcego

k_E - koszt kapitału własnego

k_D - koszt kapitału obcego

Koszt długu szacowany jest najczęściej w oparciu o formułę:

$$k_D = r \times (1 - T)$$

r - oprocentowanie kapitału obcego

T - stawka podatku dochodowego

Koszt kapitału własnego opiera się najczęściej na tzw. "modelu wzrostu dywidendy". Wyznaczony na tej podstawie koszt kapitału własnego wynosi:

$$k_E = \frac{D_1}{P_E} + g = \frac{D_0(1+g)}{P_E} + g$$

k_E - koszt kapitału własnego; przy czym $g < k_E$,

P_E - wartość rynkowa akcji,

D_1 - dywidenda planowana do wypłaty,

D_0 - dywidenda wypłacona w okresie początkowym,

g - zakładana stopa wzrostu dywidendy.

Drugą metodą wyznaczenia kosztu kapitału własnego jest metoda oparta na modelu wyceny aktywów kapitałowych *CAPM*. Zgodnie z tą koncepcją koszt kapitału własnego wyraża się wzorem:

$$k_E = r_F + b_E (r_M - r_F)$$

k_E - koszt kapitału własnego,

r_F - stopa zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka ,

b_E - współczynnik beta dla kapitału własnego firmy,

r_M - stopa zwrotu z portfela rynkowego (portfela zawierającego wszystkie dostępne akcje).

Przedstawiona powyżej metody szacowania kosztu kapitału własnego odnosi się do spółek notowanych na giełdzie. W przypadku firm nienotowanych na giełdzie można utożsamiać koszt kapitału własnego z żądaniem właścicieli kapitału domagających się określonej stopy zwrotu z zainwestowanego przez siebie kapitału. Żądana przez właścicieli kapitału stopa zwrotu:

- może odzwierciedlać tzw. *koszt utraconych korzyści*, czyli dochód alternatywny możliwy do osiągnięcia przez właścicieli kapitału w przypadku gdyby ulokowali go w inne przedsięwzięcie o podobnym stopniu ryzyka;
- może być wyrażona, jako suma stopy zwrotu z inwestycji pozbawionej ryzyka i premii za ryzyko związane z danym projektem

2.3. METODY PORÓWNAWCZE

Obok metod majątkowych i dochodowych istnieją również metody porównawcze, zwane też wskaźnikowymi lub mnożnikowymi. Metody te, mimo kilku wad, są dość często stosowane. Polegają na określeniu wartości spółki przez porównanie jej z innymi, już wycenionymi przez rynek. Właśnie prostotę i szybkość wykonania można uznać za największą ich zaletę, co może wpłynąć na dalsze znaczne upowszechnianie się tych metod wśród wyceniających małe i średnie przedsiębiorstwa.

Metoda porównań rynkowych polega na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa na podstawie informacji o mnożnikach, których wartość rynkowa jest znana. Mnożniki są tak konstruowane, że pokazują stosunek wartości rynkowej przedsiębiorstwa do określonej zmiennej ekonomicznej.

Najczęściej występujące mnożniki to:

- P/E - cena akcji (wartość rynkowa) do zysku netto,
- P/BV - wartość przedsiębiorstwa do wartości księgowej,
- P/S - wartość firmy do przychodów ze sprzedaży.

Technika obliczeń wartości wycenianego przedsiębiorstwa sprowadza się ogólnie do zastosowania wzoru:

$$V_E = M_{PP} * WE_{WP}$$

gdzie:

M_{PP} - średnia wartość mnożnika firm porównywalnych (np. P/E , P/BV , P/S)

WE_{WP} - wielkość ekonomiczna wycenianego przedsiębiorstwa (np. sprzedaż, zysk, wartość księgowa).

Procedura wyceny metodą porównań rynkowych jest następująca:

- wybór wskaźnika służącego wycenie;
- wybór firm porównywalnych, dla których znane są wartości rynkowe wybranego wskaźnika;
- obliczenie wielkości wskaźników firm porównywalnych;
- wyciągnięcie średniej arytmetycznej z powyższych wskaźników;
- obliczenie wartości firmy
- dokonanie niezbędnych korekt.

Najpopularniejszym współczynnikiem wyceny jest **wskaźnik cena do zysku (P/E)**. Szacuje się go, dzieląc cenę jednej akcji przez zysk na nią przypadający. Wysoki wskaźnik P/E nie musi oznaczać, że dane akcje są drogie. Spółka może mieć wysoki wskaźnik P/E , ponieważ inwestorzy oczekują szybkiego wzrostu zysków w przyszłości. Inna spółka z tej samej branży ma niski wskaźnik P/E i na pierwszy rzut oka może wydawać się atrakcyjniejszą inwestycją, jednak zorientowani inwestorzy spodziewają się spadku jej zysków i dlatego nisko wyceniają akcje. Z tego punktu widzenia jej akcje nie są więc wcale tanie. Trzeba pamiętać, że inwestorów interesują przede wszystkim przyszłe zyski spółki, a w mniejszym stopniu dane historyczne.

Popularnym wskaźnikiem wyceny spółki jest także **wskaźnik ceny do wartości księgowej netto przypadającej na jedną akcję (P/BV z ang. price to book value)**. Wartość księgowa netto jest wartością aktywów spółki, pomniejszoną o zobowiązania. Wskaźnik P/BV obrazuje cenę, jaką trzeba zapłacić za jedną złotówkę księgowej wartości majątku firmy. Wskaźnik ten kształtuje się na różnym poziomie w poszczególnych branżach, odzwierciedlając potencjał wzrostowy i stopę zwrotu z kapitału. Wyższy współczynnik mają z reguły firmy hi-tech, w których największą wartością jest posiadanie know-how i wysoko wykwalifikowanych specjalistów. W prosty sposób przekłada się to na większe możliwości rozwoju przedsiębiorstwa, a w konsekwencji wyższe zyski.

Innym wskaźnikiem jest **relacja pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a wielkością sprzedaży (P/S z ang. price to sales)** będący ilorazem rynkowej ceny akcji i wielkości sprzedaży spółki przypadającej na jedną akcję. Wskaźnik ten informuje inwestorów, ile trzeba zapłacić za jedną złotówkę wartości sprzedaży realizowanej przez firmę. Dlatego też często zwracają na niego uwagę inwestorzy strategiczni, którzy zamierzają przejąć daną spółkę. Wynika to z faktu, że zwykle istotny jest dla nich udział spółki w rynku (proporcjonalny do wartości sprzedaży) i cena, jaką muszą zapłacić za ten udział.

W metodach porównawczych istotną rolę odgrywa właściwy dobór firm porównywalnych. W zasadzie, należy wybierać firmy z tej samej branży, o podobnej strukturze przychodów, kosztów i aktywów, a także o podobnej strukturze kapitałowej. Należy zwrócić uwagę na to, czy przychody lub zyski firmy porównywalnej nie są zaburzone posiadaniem jakiś nietypowych, nie związanych z podstawową działalnością aktywów.

Równie istotną rolę spełniają potencjalne korekty wyceny. Np. w przypadku wyceny przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie należy uwzględnić tzw. dyskonto braku płynności.

Jest to wielkość powodująca obniżenie wyceny przedsiębiorstwa, spowodowane faktem, że wycena oparta jest na wskaźnikach rynkowych spółek, których akcje mogą być swobodnie obracane na giełdzie, natomiast sprzedaż prywatnego przedsiębiorstwa wiąże się zazwyczaj z koniecznością poniesienia znacznych kosztów. Wielkość dyskonta może się różnić w zależności od tego jakie koszty należałoby ponieść w związku ze sprzedażą przedsiębiorstwa. Można przyjąć, że jeśli przedsiębiorstwo w dającej się przewidzieć przyszłości ma zamiar uplasować swoje akcje na rynku publicznym, to można dyskonto braku płynności pominąć, lub też ograniczyć je do kosztów upublicznienia spółki zdyskontowanych na chwilę wyceny.

2.4. METODY MIESZANE

Metody mieszane próbują łączyć podejście majątkowe i dochodowe. Główne założenie do tychże metod opiera się na przekonaniu, że o wartości przedsiębiorstwa decyduje zarówno posiadany majątek jak i zdolność do generowania zysków (lub nadwyżki gotówki). Do najbardziej znanych metod dochodowych należą takie metody jak:

- metoda niemiecka (berlińska),
- metoda szwajcarska,

Główne różnice między tymi metodami sprowadzają się do nadania znaczenia (wagi) metodom majątkowym i dochodowym.

Do obliczenia wartości przedsiębiorstwa metodą niemiecką służy następująca formuła:

$$W_N = \frac{1}{2}W_D + \frac{1}{2}W_M$$

gdzie:

W_N - wartość przedsiębiorstwa obliczona wg metody niemieckiej,

W_D - wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą dochodową,

W_M - wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą majątkową.

Z kolei do obliczenia wartości przedsiębiorstwa metodą szwajcarską służy poniższa formuła:

$$W_S = \frac{2}{3}W_D + \frac{1}{3}W_M$$

gdzie:

W_S - wartość przedsiębiorstwa obliczona wg metody szwajcarskiej,

W_D - wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą dochodową,

W_M - wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą majątkową.

3. ELEMENTY RYNKU KAPITAŁOWEGO

3.1. SEGMENTY RYNKU KAPITAŁOWEGO

Rynek kapitałowy jest częścią rynku finansowego, na którym zawierane są transakcje instrumentami o okresie zapadalności dłuższym niż jeden rok. Rynek ten zaspokaja potrzeby kapitałowe przedsiębiorstw w średnim i długim terminie. Dla inwestorów stanowi atrakcyjne miejsce dla lokowania kapitału w papiery wartościowe o różnym poziomie ryzyka.

Podstawową formą rynku kapitałowego jest rynek papierów wartościowych, które mogą mieć charakter:

- udziałowy (akcje, prawa do akcji, prawa poboru, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe i certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych),
- dłużny (obligacje i listy zastawne).

Według kryterium miejsca obrotów rynek kapitałowy dzieli się na:

- rynek publiczny – propozycja nabycia instrumentów finansowych jest kierowana do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonych adresatów, w dowolnej formie i w dowolny sposób,
- rynek niepubliczny – propozycja nabycia instrumentów finansowych jest kierowana do ściśle wskazanych osób w liczbie mniejszej niż 150.

Głównymi zaletami rynku publicznego w stosunku do niepublicznego jest przejrzystość, płynność, duży zasięg i możliwość zmobilizowania dużego kapitału.

Według kryterium miejsca emisji i sprzedaży rynek kapitałowy dzieli się na:

- rynek pierwotny – z propozycją nabycia instrumentów finansowych występuje emitent lub subemitent usługowy; kapitał pozyskany w wyniku emisji powiększa kapitały własne emitenta,
- rynek wtórny - z propozycją nabycia instrumentów finansowych występuje ich właściciel, np. Skarb Państwa dokonujący prywatyzacji, pomiot dominujący zmniejszający swój udział w spółce zależnej, inwestorzy dokonujący transakcji sprzedaży posiadanych akcji. Zorganizowany rynek wtórny prowadzi Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółka BondSpot.

Według kryterium sfery obrotu zorganizowany rynek kapitałowy dzieli się na:

- rynek regulowany - system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, działający w sposób stały zapewniający wszystkim uczestnikom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i dzielący się na: rynek giełdowy (Rynek Główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz jeden segment detaliczny Catalyst), rynek pozagiełdowy (BondSpot), Towarowa Giełda Energii,
- alternatywny system obrotu – funkcjonujący poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzenia ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych zgodnie z określonymi przez organizatora obrotu zasadami: NewConnect prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, segment Catalyst prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, segment Catalyst prowadzony przez BondSpot.

Uczestnikami rynku kapitałowego są:

- Narodowy Bank Polski,
- podmioty finansowe: banki komercyjne, fundusze inwestycyjne i emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, zarządzający aktywami,
- podmioty organizujące lub pośredniczące w obrocie instrumentami finansowymi: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot, domy maklerskie i biura maklerskie, animatorzy rynku, doradcy inwestycyjni i maklerzy,
- inwestorzy indywidualni i instytucjonalni,
- Komisja Nadzoru Finansowego, jako regulator,
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

3.2. RYZYKO NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Jedną z podstawowych charakterystyk każdej inwestycji jest ryzyko i jest związane z niemożliwością przewidzenia przyszłości. Nie ma inwestycji, które nie byłyby związane z ryzykiem, jak i nie ma inwestycji bez oczekiwanego dochodu. Dochód i ryzyko w inwestycji spotykają się ze sobą i pozostają w silnej wzajemnej korelacji.

Pojęcie ryzyka w finansach nie jest rozumiane jednoznacznie. Wynika to z faktu iż istnieją dwie główne koncepcje ujęcia tego zjawiska:

- koncepcja negatywna (asymetryczna, jednostronna), która traktuje ryzyko, jako możliwość poniesienia straty
- koncepcja neutralna (symetryczna, dwustronna), która wiąże ryzyko z możliwością osiągnięcia efektu różniącego się od oczekiwanego. Odchylenie może być tu zarówno pozytywne, jak i negatywne,

Koncepcja neutralna jest bliższa rynkom finansowym, ponieważ lepiej oddaje charakter zjawisk występujących na rynku. Przyjmując ją więc za punkt wyjścia, możemy określić ryzyko, jako możliwość zrealizowania dochodu różniącego się od oczekiwanego dochodu.

Podstawowym podziałem ryzyka inwestycyjnego jest podział na:

- ryzyko systematyczne (zewnętrzne) – jest to ryzyko związane z podjęciem inwestycji w ogóle. Nie jest ono kontrolowane przez podmiot będący w jego zasięgu. Nie da się go zredukować poprzez dywersyfikację portfela,
- ryzyko niesystematyczne (wewnętrzne) – przynależy tylko do danej kategorii działania, instrumentu finansowego, ściśle określonego podmiotu. Jest to ryzyko dywersyfikowalne i jest możliwe do wyeliminowania.

Ryzyko systematyczne i niesystematyczne łącznie dają ryzyko całkowite. Maleje ono wraz ze wzrostem liczby instrumentów inwestycyjnych w portfelu, czyli wzrostem dywersyfikacji ryzyka. Minimalne ryzyko całkowite jest na poziomie ryzyka systematycznego, a sytuacja taka jest możliwa przy odpowiednio zdywersyfikowanym portfelu oraz wyeliminowanym ryzyku niesystematycznym. Ryzyko całkowite spada wraz z wprowadzaniem nowych instrumentów do portfela. Tempo spadku ryzyka jednak maleje, a więc kolejne wprowadzane instrumenty dają coraz mniejszy efekt w postaci redukcji ryzyka.

W ramach ryzyka systematycznego wyróżnić możemy:

- ryzyko stopy procentowej (interest rate risk) – dotyczy ono w największym stopniu dłużnych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, ale także pozostałych papierów wartościowych (także akcji). Zmiana stóp procentowych wpływa na ceny instrumentów. Wzrost stóp procentowych powoduje odpływ kapitału od „starych” obligacji o stałym oprocentowaniu, do nowych o wyższym kuponie (stopie procentowej). Zjawisko to powoduje spadek cen obligacji o stałym oprocentowaniu i działa odwrotnie w przypadku wzrostu stóp procentowych. Wysokie stopy procentowe skłaniają inwestorów do kupowania obligacji, co powoduje także odpływ kapitału od akcji, a co za tym idzie także spadek ich wartości na rzecz wartości obligacji o zmiennym oprocentowaniu.
- ryzyko walutowe (foreign exchange risk) – dotyczy tych inwestorów, którzy posiadają w swoich portfelach instrumenty wyrażone w innej walucie niż PLN. Zmiana kursów walutowych może powodować, że stopy zwrotu wyrażone w dwóch walutach mogą się różnić. Np. zysk uzyskany w USD będzie małał w sytuacji aprecjacji PLN wobec USD i odwrotnie. Zmiany kursów walutowych mogą zatem przynosić inwestorowi zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki, w zależności od kierunku zmian wartości waluty.
- ryzyko rynku, lub ryzyko zmian kursów giełdowych (market risk, bull – bear market risk) – jest to ryzyko związane z trudnością przewidzenia kierunków i sił zmian kursów papierów wartościowych. Ceny instrumentów zależą od zachowania inwestorów, dlatego też na rynku papierów niektóre ruchy kursów mogą wydawać się nieracjonalne. Ceny instrumentów finansowych zależą też w pewnym stopniu od ogólnej sytuacji na rynku. W przypadku rynku byka (bull market) mamy do czynienia ze wzrostem cen większości akcji, natomiast w przypadku rynku niedźwiedzia (bear market) ceny większości akcji maleją.
- ryzyko inflacji (inflation risk) – może ono powodować zmianę realnych zysków z inwestycji. Szczególnie dotyczy to inwestycji w papiery dłużne o stałym oprocentowaniu. Zmiany inflacji mogą także wpływać na kursy instrumentów finansowych w analogiczny sposób jak stopy procentowe, które są z inflacją silnie powiązane.

- ryzyko polityczne (political risk) – dotyczy możliwości destabilizacji rynku, spowodowanej zawirowaniami natury politycznej, jak np. wojny, ingerencja władz w rynek, zmiany podatkowe itp.
- ryzyko wydarzeń (event risk) – związane z możliwością nieoczekiwanych wydarzeń mających wpływ na cenę instrumentu, ale nie mających wpływu na ogólną sytuację rynku.

W ramach ryzyka niesystematycznego wyróżnić możemy:

- ryzyko niedotrzymania warunków (default risk) – pojawia się tam, gdzie mamy do czynienia ze zobowiązaniem drugiej strony. Ten rodzaj ryzyka dotyczy przede wszystkim instrumentów dłużnych, w których emitent zobowiązuje się do zwrotu powierzonych środków, wypłaty odsetek oraz innych korzyści, zawartych w wyemitowanym papierze wartościowym.
- ryzyko biznesu (business risk) – związane jest z działalnością prowadzoną przez emitenta. Parametry, takie jak osiągnięte zyski, inwestycje rozwojowe, zdolność kredytowa, stan majątkowy, płynność, są zmienne i wpływają na wycenę spółki, a co za tym idzie na cenę jej akcji.
- ryzyko zarządzania (management risk) – powstaje w związku ze złym zarządzaniem spółką – emitentem papieru wartościowego. Ryzyko to przenosi się bezpośrednio na ceny instrumentów finansowych, wyemitowanych przez daną spółkę.
- ryzyko finansowe (financial risk) – jest wynikiem korzystania przez emitenta z kapitałów obcych. Wzrost zadłużenia spółki może prowadzić do zwiększenia dźwigni finansowej, a co za tym idzie, dużych wahań rentowności, co wpływa na kurs akcji spółki.
- ryzyko bankructwa (bankruptcy risk) – bankructwo emitenta powoduje utratę całości lub części zainwestowanego kapitału. Ten typ ryzyka zagraża w większym stopniu akcjonariuszom, ponieważ w przypadku bankructwa, spółka z likwidowanego majątku zaspokaja w pierwszej kolejności wierzycieli (m.in. właścicieli obligacji).
- ryzyko płynności (liquidity risk) – jest to ryzyko, że nie będzie możliwa sprzedaż danego instrumentu w krótkim czasie po spodziewanej cenie. Dotyczy to przede wszystkim małych spółek i instrumentów o małej emisji. Konieczność sprzedaży określonego instrumentu w wymaganym momencie może wymusić obniżenie jego ceny i spowodować obniżenie zysku kapitałowego bądź stratę.

Na giełdzie papierów wartościowych występują wszystkie rodzaje ryzyka. Siła ich oddziaływania jest mocno związana z długością trwania inwestycji. Inwestycje długoterminowe są mniej narażone na ryzyko, ponieważ wszelkie krótkoterminowe wahania kursów, powodowane różnymi czynnikami, są w długim okresie bez znaczenia dla inwestora. Inaczej jest z inwestorami spekulacyjnymi, którzy na wszystkie wyżej opisane rodzaje ryzyka są narażeni w znacznie większym stopniu.

Ryzyko na rynku finansowym, a w szczególności na rynku kapitałowym, wiąże przede wszystkim z długością trwania inwestycji. Wielość czynników wpływających na oczekiwany dochód powoduje dużą niepewność. Inwestor lokując środki w określone instrumenty finansowe oczekuje stopa zwrotu, która wiąże się z zyskiem kapitałowym (wzrost ceny instrumentu) oraz z wypłacaną dywidendą w przypadku akcji, a w przypadku obligacji z oprocentowaniem i ewentualnymi innymi korzyściami. Ryzyko inwestowania na rynku finansowym wynika z faktu, iż inwestor nie może być pewny tego że otrzyma zaplanowane zyski. Może to wynikać na przykład ze zmiany warunków prowadzenia działalności przez emitentów papierów wartościowych zakupionych przez inwestora. Może się zdarzyć sytuacja, że inwestor oprócz nie osiągnięcia zysków, straci część lub nawet całość zainwestowanego kapitału.

3.3. WYBRANE METODY OCENY WIARYGODNOŚCI EMITENTÓW

Ocena wiarygodności i ryzyka związanego z emitentem lub papierem wartościowym ma bardzo duże znaczenie w odniesieniu do całego rynku kapitałowego.

Są to więc zagadnienia bardzo istotne, zarówno z punktu widzenia emitenta, jak i inwestora. Problem w tym, jak fachowo, obiektywnie i racjonalnie oceny wiarygodności i ryzyka dokonać. Służą temu wiele metod i narzędzi, opierających się na informacjach i sprawozdaniach finansowych emitentów, systemach ich audytowania przez biegłych rewidentów itp.

Podstawowym narzędziem oceny wiarygodności danego podmiotu jest analiza finansowa. Analizy finansowe najczęściej opracowuje się w celu oceny stanu finansów przedsiębiorstwa i efektywności finansowej gospodarki przedsiębiorstwa a także w celu oceny efektywności przedsięwzięć gospodarczych i decyzji finansowych. W ramach analizy służącej ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa bada się zwykle strukturę i dynamikę poszczególnych pozycji sprawozdań finansowych, płynność finansową, strukturę finansowania, zdolność do obsługi zadłużenia, rentowność i sprawność gospodarowania składnikami majątku i kapitału, rzadziej zaś określa się wskaźniki rynku kapitałowego i wartość przedsiębiorstwa. Różne są jednak stopnie rozbudowania tych składników i znaczenia przypisywane im w procesie oceny, przede wszystkim w zależności od podmiotu oceny. Takie rozbudowanie analizy następuje zwykle poprzez użycie licznych i różnorodnych wskaźników, a także poprzez badania przyczyn powstawania odchyleń od stanów uznawanych za wzorcowe.

Przy realizacji analizy finansowej przedsiębiorstwa, szczególnie przy analizach dynamiki, uwzględnić trzeba zmieniającą się wartość pieniądza wskutek procesów inflacyjnych. Inflacja wpływa bowiem na zaciemnienie i zniekształcenie obrazu rzeczywistego przebiegu realnych procesów gospodarczych, ujmowanych w pieniężnej postaci. Znaczenie łagodniejszy wpływ wywiera inflacja na kształtowanie się wskaźników obrazujących relacje między współzależnymi wielkościami ekonomicznymi. Na przykład dotyczy to udziału zysku lub kosztu w wartości sprzedaży za dany okres. Wzrost cen znajduje bowiem swoje odbicie w zwiększeniu zysku i sprzedaży w miarę upływu czasu. Jednak i wówczas niejednokrotnie określone relacje wymagają konfrontacji ze stopą inflacji. Tak dzieje się m.in. jeżeli ocenia się stopę zyskowności własnych kapitałów. Jej nawet wysoki poziom nie może być uznany za zadawalający, jeśli nie przekracza poziomu inflacji, gdyż oznacza to, że zysk nie pokrywa deprecjacji kapitału wywołanej spadkiem jego wartości wskutek wzrostu cen.

Zagadnienia rachunkowości, ekonomiki, i finansów przedsiębiorstwa turystycznego są niezwykle złożone w warunkach gospodarki rynkowej. Dlatego istotne jest w analizie ekonomicznej, a tym samym w analizie finansowej, profesjonalne przygotowanie i znajomość warsztatu narzędziowo-metodycznego analityka. Prawdliwość metodyki analizy finansowej stanowi znaczący czynnik poprawności a zarazem przydatności analizy finansowej. Wybór metody analizy sprawozdań finansowych zależy od celu analizy.

Pierwszym, podstawowym etapem analizy finansowej jest analiza sprawozdań finansowych. Podstawowymi elementami sprawozdania finansowego są:

- bilans,
- rachunek zysków i strat,
- rachunek przepływów pieniężnych,
- zestawienie zmian w kapitale (funduszu) własnym,
- informacja dodatkowa, obejmująca wprowadzenie do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe informacje i objaśnienia.

W analizie sprawozdań finansowych bardzo szczegółową postać sprawozdań finansowych sprowadza się najczęściej do ich uproszczonych postaci analitycznych. Ma to na celu przede wszystkim pozbycie się pozycji zbyt analitycznych zasłaniających i utrudniających analizę całości, a także uszczegółowienie pozycji zbyt syntetycznych. Na podstawie tak przekształconych sprawozdań można przeprowadzić analizę pionową (analizę struktury poszczególnych pozycji), analizę poziomą (analiza zmian w czasie za pomocą indeksów o podstawie danego okresu bądź okresu wcześniejszego) oraz analizę porównawczą z innymi przedsiębiorstwami bądź też średnimi branżowymi.

W analizie sprawozdań finansowych często wykorzystywane są tzw. wzorcowe układy nierówności. Ich celem jest stwierdzenie czy mamy do czynienia z rozwojem, a jeżeli tak to czy na drodze gospodarowania ekstensywnego czy intensywnego. Rozwój jest rozumiany jako wzrost zysku, przychodów, produkcji, majątku, kapitału. Działalność ekstensywna jest wtedy, gdy nasze efekty końcowe są osiągnięte poprzez przyrosty majątkowe lub osobowe w przedsiębiorstwie, proporcjonalne do nich są przyrosty efektów i zysków. Gospodarowanie intensywne polega na najbardziej efektywnym wykorzystaniu zasobów majątkowych i osobowych, osiągnięte na drodze np. zwiększenia automatyzacji procesu produkcyjnego, produktywności posiadanych maszyn, wydajności pracy, poprawie procesu zarządzania, usprawnienia działalności handlowej. W przypadku działalności intensywnej nawet przy

zwiększeniu liczby zatrudnionych i majątków efekty przedsiębiorstwa rosną szybciej, nieliniowo. Przedsiębiorstwo powinno charakteryzować się rozwojem na drodze gospodarowania intensywnego.

Podstawowy układ ilościowy to relacja czterech indeksów dynamiki:

$$iR < iM < iP < iZ$$

i - indeks dynamiki

R - przeciętny stan zatrudnienia

M - przeciętny stan majątku ogółem

P - przychody (mogą być zawężone)

Z - zysk (z wybranego tytułu)

$$iR < iM$$

Szybszy przyrost majątku niż zatrudnienia świadczy o wzroście technicznego uzbrojenia pracy, inaczej wyposażeniu majątkowym czynnika ludzkiego (ilość majątku na zatrudnionego). Może być to związane z automatyzacją produkcji, ale także ze wzrostem należności, zapasów, majątku finansowego.

$$iM < iP$$

Szybszy przyrost przychodów niż majątku oznacza intensywne wykorzystanie majątku, świadczy to o wzroście produktywności majątku, rotacji tego majątku.

$$iR < iP$$

Przychód rosnący szybciej niż zatrudnienie oznacza wzrost produktywności zatrudnionych, czyli wydajności pracy.

$$iP < iZ$$

Szybszy wzrost zysków niż przychodów świadczy o szybciej rosnących przychodach niż kosztach albo o stałych lub malejących kosztach przy rosnących przychodach. Przyrost kosztów nie jest niczym złym, jeżeli jest kompensowany przez szybszy przyrost przychodów.

$$iM < iZ$$

Rosnące szybciej zyski niż majątek świadczy o wzroście rentowności aktywów ogółem czy kapitałów ogółem (konstrukcja teoretyczna).

$$iR < iZ$$

Szybciej rosnące zyski od zatrudnienia świadczą o intensywnym wykorzystaniu zasobów osobowym, wzrasta wówczas rentowność zatrudnionych. Można to też nazwać wydajnością pracy.

Same wskaźniki powinny przekraczać 100%, by ogólnie mieć do czynienia z rozwojem.

Rozwinięciem analizy sprawozdań finansowych jest analiza wskaźnikowa. Wskaźniki stanowią relacje odpowiednich elementów sprawozdań finansowych. Wyróżnić można wiele wskaźników o różnej treści ekonomicznej oraz różnej pojemności informacyjnej i znaczeniu analitycznym. Jednak rzetelnie sporządzona analiza powinna opierać się na ograniczonej liczbie wskaźników o największej pojemności informacyjnej, odnoszących się do różnych aspektów rzeczywistości ekonomicznej jednostki.

Najczęściej wyróżnia się następujące grupy wskaźników:

- wskaźniki rentowności,
- wskaźniki płynności,
- wskaźniki obrotowości,
- wskaźniki zadłużenia.

Powyższe grupy często uzupełniane są o inne wskaźniki np. wskaźniki rynku kapitałowego lub wskaźniki niefinansowe.

Wskaźniki rentowności:

- *stopa zysku (marża) brutto = [przychody ze sprzedaży netto – koszt wytworzenia produkcji sprzedanej] / przychody ze sprzedaży netto,*
- *stopa zysku operacyjnego = zysk operacyjny / przychody ze sprzedaży netto,*
- *stopa zysku brutto = zysk brutto / przychody ze sprzedaży netto,*
- *stopa zysku netto = zysk netto / przychody ze sprzedaży netto,*
- *stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) = zysk netto / średnia wartość kapitałów własnych,*
- *stopa zwrotu z aktywów (ROA) = zysk netto / średnia wartość aktywów.*

Wskaźniki płynności:

- *kapitał pracujący = majątek obrotowy - zobowiązania krótkoterminowe,*
- *wskaźnik bieżącej płynności = majątek obrotowy / zobowiązania krótkoterminowe,*
- *wskaźnik szybkiej płynności = [majątek obrotowy - zapasy] / zobowiązania krótkoterminowe,*
- *wskaźnik podwyższonej płynności = [majątek obrotowy - zapasy - należności] / zobowiązania krótkoterminowe,*
- *wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży = przepływy z działalności operacyjnej / przychody netto ze sprzedaży,*

- *wskaźnik wydajności gotówkowej zysku netto = przepływy z działalności operacyjnej / wynik finansowy netto,*
- *wskaźnik wydajności gotówkowej majątku = przepływy z działalności operacyjnej / aktywa ogółem,*
- *wskaźnik wydajności gotówkowej majątku obrotowego = przepływy z działalności operacyjnej / aktywa obrotowe,*

Wskaźniki sprawności działania (obrotowości):

- *rotacja majątku (w dniach) = [średnia wartość aktywów / przychody ze sprzedaży netto] x liczba dni,*
- *rotacja majątku obrotowego (w dniach) = [średnia wartość majątku obrotowego / przychody ze sprzedaży netto] x liczba dni,*
- *rotacja majątku trwałego (w dniach) = [średnia wartość majątku trwałego / przychody ze sprzedaży netto] x liczba dni,*
- *rotacja należności (w dniach) = [średnia wartość należności / przychody ze sprzedaży netto] x liczba dni,*
- *rotacja zapasów (w dniach) = [średnia wartość zapasów / koszty działalności operacyjnej] x liczba dni,*
- *cykl operacyjny (w dniach) = rotacja należności + rotacja zapasów,*
- *rotacja zobowiązań w dniach = [średnia wartość zobowiązań krótkoterminowych / koszty działalności operacyjnej] x liczba dni,*
- *cykl konwersji gotówki (w dniach) = cykl operacyjny – rotacja zobowiązań.*

Wskaźniki zadłużenia:

- *wskaźnik pokrycia majątku = kapitał własny / aktywa trwałe,*
- *stopa zadłużenia = zobowiązania / aktywa ogółem,*
- *stopa zadłużenia = zobowiązania i rezerwy na zobowiązania / aktywa ogółem,*
- *zaangażowanie kapitałów własnych = kapitał własny / aktywa ogółem,*
- *wskaźnik zadłużenia długoterminowego = zobowiązania długoterminowe / kapitał własny,*
- *wskaźnik obsługi zadłużenia = EBITDA / koszty finansowe,*
- *dług/EBITDA = zobowiązania i rezerwy na zobowiązania / EBITDA.*

Wskaźniki rynku kapitałowego:

- *zysk na akcję (EPS) = zysk netto / ilość wyemitowanych akcji,*
- *cena rynkowa do zysku na akcję (P/E) = cena rynkowa 1 akcji / zysk netto na 1 akcję,*
- *stopa dywidendy = dywidenda na 1 akcję / cena rynkowa 1 akcji,*
- *stopa wypłaty dywidend = dywidenda na 1 akcję / zysk na 1 akcję.*

W ocenie wiarygodności emitentów stosowane są również modele zagrożenia upadłością. Są to najczęściej modele wywodzące się z analizy dyskryminacyjnej. Analiza dyskryminacyjna jest rodzajem analizy wykorzystującej analizę wskaźnikową i metody analizy statystycznej. Na podstawie danych statystycznych, konstruowany jest wskaźnik syntetyczny, składający się z kilku wskaźników finansowych, którym przypisane są wagi określające znaczenie poszczególnych wskaźników cząstkowych w syntetycznej ocenie końcowej. Analiza dyskryminacyjna prowadzi zatem do redukcji zbioru wielu wskaźników finansowych do jednego, łatwo interpretowalnego, wskaźnika syntetycznego. Jej celem jest znalezienie takich relacji pomiędzy zmiennymi objaśniającymi, które pozwolą na rozróżnienie poszczególnych grup obiektów (np. przedsiębiorstw „bankrutów” od przedsiębiorstw w dobrej kondycji finansowej). Na etapy budowy funkcji dyskryminacyjnej składają się:

- wybór metody badania - może to być analiza dyskryminacyjna lub np. modele logitowe,
- wybór odpowiedniej grupy analizowanych jednostek gospodarczych, tj. niewypłacalnych oraz wypłacalnych (każda jednostka gospodarcza musi zostać zakwalifikowana do jednej z dwóch grup,
- wybór odpowiednich wielkości i/lub wskaźników diagnostycznych, tj. wskazujących na szansę dalszego istnienia lub upadłości jednostki gospodarczej,
- wyznaczenie postaci funkcji dyskryminacyjnej wraz wartościami progowymi - kryteriami podziału na jednostki gospodarcze wypłacalne i niewypłacalne,
- oszacowanie zdolności prognostycznej systemu poprzez sprawdzenie liczby błędnych klasyfikacji.

Stworzona w ten sposób funkcja dyskryminacyjna ma następującą postać:

$$Z = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_nx_n$$

gdzie:

Z – zmienna zależna (objaśniana),

a_i , dla $i=1,2,\dots,n$ – współczynniki dyskryminacyjne

a_0 – stała,

x_i , dla $i=1,2,\dots,n$ – zmienne niezależne (objaśniające).

Budowa i wykorzystanie funkcji dyskryminacyjnej ma sens jedynie wtedy, gdy trafność klasyfikacji uzyskiwanych na jej podstawie jest istotnie wyższa niż w przypadku losowego przydziału obiektów do populacji. Podstawą empirycznej oceny jakości funkcji dyskryminacyjnej jest porównanie rzeczywistej przynależności obiektów tworzących próbę z ich zaklasyfikowaniem, uzyskanym na podstawie oszacowanej funkcji dyskryminacyjnej. Wyciąga się więc dla każdej funkcji dyskryminacyjnej sprawność ogólną modelu, czyli jaki procent wszystkich badanych podmiotów został trafnie zakwalifikowany (przedsiębiorstwa w rzeczywistości dobre zostały zakwalifikowane do dobrych a przedsiębiorstwa w rzeczywistości złe do złych). Oblicza się też z osobna sprawność I rodzaju, czyli odsetek przedsiębiorstw złych prawidłowo zakwalifikowanych a także sprawność II rodzaju – odsetek prawidłowo zakwalifikowanych przedsiębiorstw dobrych. W ocenie ryzyka kredytowego istotnym jest aby wykorzystywane modele analizy dyskryminacyjnej cechowały się jak najwyższą sprawnością I rodzaju. Błędna kwalifikacja podmiotu złego może doprowadzić do dużych strat wynikających z pojawienia się nieściągalnych należności, natomiast błędna kwalifikacja przedsiębiorstw w dobrej kondycji finansowej co najwyżej przyczyni się do pojawienia kosztów utraconych korzyści.

Wśród modeli predykcji upadłości najbardziej znane są modele Edwarda Altmana. Model Altmana był wielokrotnie korygowany, w celu uzyskania bardziej poprawnych wyników, a także ze względu na konieczność jego uaktualniania. Oryginalna formuła wskaźnika Z Altmana ma następującą postać:

$$Z_1 = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 0,99 * X_5$$

gdzie:

X_1 => kapitał obrotowy / aktywa,

X_2 => zysk nierozdzielony / aktywa,

X_3 => (zysk przed opodatkowaniem + odsetki zapłacone) / aktywa,

X_4 => rynkowa wartość kapitału akcyjnego / księgową wartość zadłużenia,

X_5 => sprzedaż netto / aktywa.

Kryteria interpretacji wskaźnika Z_1 :

wartość 1,81 lub mniej => szansa upadku bardzo wysoka,

1,81-2,99 => szanse upadku nieokreślone,

2,99 i więcej => szanse upadku niewielkie.

W 1983 roku Altman udoskonalił swój model z 1968 roku. Zmodyfikowana została procedura obliczania wskaźnika X_4 , w którym zamiast rynkowej wartości kapitału własnego autor zaproponował podstawienie wartości księgowej wszystkich akcji (zarówno uprzywilejowanych, jak i zwykłych). Modyfikacja ta spowodowała zmianę wartości współczynników funkcji dyskryminacyjnej:

$$Z_2 = 0,717*X_1 + 0,847*X_2 + 3,107*X_3 + 0,402*X_4 + 0,998*X_5$$

gdzie:

X_1 => kapitał obrotowy / aktywa,

X_2 => zysk nierozdzielony / aktywa,

X_3 => (zysk przed opodatkowaniem + odsetki zapłacone) / aktywa,

X_4 => wartość księgowa kapitału akcyjnego / księgowa wartość zadłużenia,

X_5 => sprzedaż netto / aktywa.

Kryteria interpretacji wskaźnika Z_2 :

wartość 1,23 lub mniej => szansa upadku bardzo wysoka,

1,23-2,9 => szanse upadku nieokreślone,

2,9 i więcej => szanse upadku niewielkie.

Altman, aby zminimalizować wpływ specyfiki branży na skuteczność predykcji w klasyfikacji przedsiębiorstw zaproponował redukcje modelu o zmienną X_5 . Wyłączenie tego składnika ze wzoru funkcji dyskryminacyjnej spowodowało zmianę jej parametrów:

$$Z_3 = 6,56*X_1 + 3,26*X_2 + 6,72*X_3 + 1,05*X_4$$

Kryteria interpretacji wskaźnika Z_3 :

wartość 1,1 lub mniej => szansa upadku bardzo wysoka,

1,1-2,6 => szanse upadku nieokreślone,

2,6 i więcej => szanse upadku niewielkie.

Zupełnie inną możliwością oceny wiarygodności emitentów jest oparcie się na ocenach agencji ratingowych. Agencja ratingowa to firma doradztwa inwestycyjnego, definiowana jako osoba prawna, której podstawowym obszarem działalności jest wystawianie ratingów kredytowych, czyli ocen wiarygodności kredytowej badanego podmiotu. W literaturze przedmiotu istnieje wiele definicji ratingu: np. „rating to ocena przyszłej zdolności oraz prawnej odpowiedzialności emitenta do pełnego i terminowego regulowania zobowiązań” lub „rating to kompleksowa ocena wiarygodności finansowej emitenta bądź ocena danej emisji przy

uwzględnieniu specyfiki emisji i rzetelności emitenta w wywiązywaniu się z zobowiązań w przeszłości oraz prognozy jego zdolności finansowej w przyszłości, a także analizy wszystkich typów ryzyka, które są z tą inwestycją związane”.

Rating określa stopień zaufania do ocenianego podmiotu, a także pozwala ocenić ryzyko związane z emisją papierów wartościowych. W związku z tym wyróżnia się dwa rodzaje ratingów:

- rating podmiotu, określający jego zdolność do wywiązywania się z zobowiązań finansowych,
- rating emisji, określający bieżącą zdolność emitenta papierów wartościowych do ich terminowego wykupu.

Agencje ratingowe dokonując oceny podmiotów gospodarczych oraz instrumentów finansowych, stosują dwie podstawowe formy ratingu:

- rating długoterminowy odnoszący się do instrumentów o terminie zapadalności powyżej roku,
- rating krótkoterminowy odnoszący się do instrumentów o terminie zapadalności do jednego roku.

Ponadto wyróżnia się dwa poziomy ocen ratingowych:

- inwestycyjny (wyższy), który oznacza niskie lub umiarkowane ryzyko spłaty odsetek i kapitału,
- spekulacyjny (niższy) uwzględniający wysokie ryzyko spłaty odsetek i kapitału.

Rynek usług ratingowych jest zdominowany przez trzy duże agencje o rodowodzie amerykańskim: Standard&Poor's, Moody's i Fitch IBCA Ltd., które posiadają 90% udziału w wystawianych ocenach. W wielu krajach funkcjonują jeszcze inne agencje uznawane przez narodowe organy nadzoru (np. Euler Hermes w Niemczech). W Polsce od 2007 r. działa Agencja Ratingowa EuroRating, która jest dedykowana polskiemu rynkowi i wystawia oceny ratingowe przedsiębiorstwom oraz instytucjom finansowym, w tym bankom.

Agencje ratingowe do wyrażenia swojej oceny stosują odpowiednie symbole według przyjętej skali. Skala ocen ratingowych stosowana przez większość agencji ratingowych bazuje na oznaczeniach literowych (przy czym A oznacza ocenę najwyższą). Różnicuje się oznaczenia papierów wartościowych i długookresowych obligacji. W systemie ocen obligacji wyróżnia się

dwa poziomy: inwestycyjny i spekulacyjny, przy czym wykorzystywane są cztery grupy ocen od AAA do.

Zarówno w klasyfikacji Moody's Investors Service, jak i Standard & Poor's, określenie „wysoka jakość” oznacza niskie ryzyko kredytowe, a zatem wysokie prawdopodobieństwo spłaty zobowiązań. Pierwsze cztery szczeble: AAA, AA, A i BBB są uznawane za inwestycyjne papiery wartościowe, w których dług, odsetki i świadczenia dodatkowe będą regulowane w terminie. Papiery wartościowe sklasyfikowane jako BB uznaje się za papiery spekulacyjne; kategorie C pojmowane są jako obligacje dochodowe, z tym że wypłata oprocentowania uzależniona jest od ewentualnego zysku korporacji. Obligacje zweryfikowane jako D są bardzo ryzykowne, a odzyskanie zainwestowanego kapitału będzie możliwe dopiero w chwili likwidacji przedsiębiorstwa.

Moody's		S&P		Fitch		
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime
Aa1		AA+		AA+		High grade
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+	A-1	A+	F1	Upper medium grade
A2	A	A				
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Lower medium grade
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Non-investment grade
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1		Not prime		BB+		
Ba2	BB		BB			
Ba3	BB-		BB-			
B1	B+		B+	Highly speculative		
B2	B		B			
B3	B-		B-			
Caa1	Not prime		CCC+	C	CCC	C
Caa2		CCC	Extremely speculative			
Caa3		CCC-	In default with little prospect for recovery			
Ca		CC				
		C				
C	D	-	DDD	-	In default	
			DD			
			D			

Tworzone oceny ratingowe są ogólnodostępne, jednak uznanie takich ocen przez wszystkich uczestników rynku finansowego wymaga wysokiej reputacji i niezależności agencji

ratingowych, które muszą być wolne od nacisków podmiotów ocenianych, czy nacisków politycznych. Warunkiem uznania agencji przez rynki finansowe jest:

- profesjonalizm działania oparty na wiedzy i zdolnościach analitycznych pracowników agencji,
- stałość kryteriów oceny badanych podmiotów,
- niezależność, czyli niepodleganie wpływom uczestników rynku,
- równe traktowanie wszystkich badanych podmiotów.

Przedmiotem oceny agencji ratingowej są przedsiębiorstwa, kraje, samorzady lokalne, banki oraz inne instytucje finansowe. Dla oceny każdego z tych podmiotów ważne jest, jak na rynkach międzynarodowych oceniany jest kraj, na terenie którego ma swoją siedzibę oceniany podmiot. Wynika to z zasady, że oceniany podmiot nie może uzyskać wyższego ratingu aniżeli kraj, w którym ma siedzibę.

3.4. RODZAJE I CHARAKTERYSTYKA LOKACYJNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Rynek papierów wartościowych obejmuje obrót wszystkimi rodzajami papierów wartościowych głównie jednak jest on utożsamiany z rynkiem kapitałowym. Zadaniem rynku kapitałowego (papierów wartościowych) jest przesuwanie kapitałów pieniężnych od podmiotów dysponujących wolnymi nadwyżkami pieniądza do podmiotów potrzebujących pieniądze na finansowanie inwestycji rzeczowych.

Papiery wartościowe są dokumentami stwierdzającymi istnienie określonego prawa majątkowego. Realizacja tych praw możliwa jest jedynie na podstawie okazania tych dokumentów bądź ich zwrotu. Papiery wartościowe są z reguły dokumentami o charakterze finansowym. Do najczęściej spotykanych należą: akcje, obligacje, bony pieniężne NBP, bony skarbowe, listy zastawne, losy loteryjne, czek, weksle.

Papierami wartościowymi mogą być również niektóre dokumenty o handlowym charakterze, stanowiące podstawę do dysponowania towarami czy innymi składnikami majątkowymi i przenoszenia tych uprawnień na inne podmioty. Wejście w posiadanie np. konosamentu czy listu przewozowego jest z reguły wystarczającym warunkiem otrzymania danego towaru.

Papiery wartościowe klasyfikuje się wg. rozmaitych kryteriów:

Według **charakteru praw majątkowych** dzieli się je na:

- finansowe papiery wartościowe stwierdzające uprawnienia do roszczeń pieniężnych, należą do nich: czek, weksle, akcje, obligacje, bony pieniężne NBP, bony skarbowe, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne, renty kapitałowe zwane walorami,
- towarowe papiery wartościowe stwierdzające upoważnienie do dysponowania określonymi składnikami majątkowymi: listy przewozowe, konosamenty, warrandy, dowody składowe.

Biorąc pod uwagę **funkcje przez nie spełniane**, wyodrębnić można:

- dokumenty stanowiące potwierdzenie wierzytelności pieniężnych (obligacje, weksle, czek, listy zastawne, losy loteryjne),
- dokumenty uprawniające do współwłasności majątkowej (akcje).

Ze względu na **tryb stosowany w obrocie**, a więc sposób przenoszenia tytułu własności innych praw majątkowych dzielimy je na:

- papiery wartościowe na okaziciela (bezimienne),

- imienne,
- dokumenty na zlecenie.

Kolejny zasadniczy podział papierów wartościowych uwzględnia **charakter dochodów**, a więc korzyści z posługiwania się nimi. Wyróżniamy tu:

- papiery wartościowe przynoszące stały dochód od wartości nominalnej dokumentu, wyrażony najczęściej w formie stałej stopy procentowej i uzyskiwany w ustalonych odstępach czasu (obligacje, bony skarbowe),
- papiery udziałowe (akcje), z których dochód zależy od zyskowności danej spółki akcyjnej.

Papiery wartościowe można również podzielić w zależności od **korzyści, jakie przynosi posługiwanie się nimi**. Rozróżnia się tu:

- papiery wartościowe służące celom rozliczeniowym (czeki, weksle),
- papiery wartościowe lokacyjne (akcje, obligacje, bony pieniężne, itp.).

Papiery wartościowe wg **kryterium czasowego** dzielimy również na:

- długoterminowe których termin zapłaty przypada po upływie co najmniej roku (obligacje, akcje),
- krótkoterminowe (czeki, weksle, bony pieniężne NBP).

Papiery wartościowe są ważnym instrumentem akumulacji wolnych środków pieniężnych i wprowadzenia ich do obrotu gospodarczego, co umożliwia lepsze ich wykorzystanie i wzrost gospodarki. Poprzez papiery wartościowe gromadzone są małe kwoty przekształcane w duże kapitały. Tym samym stwarzają one posiadaczom walorów szanse osiągnięcia z lokat pieniężnych, dodatkowych dochodów, wyższych niż z lokat bankowych. Większość lokacyjnych papierów wartościowych jest sprzedawana i kupowana na giełdach, co umożliwia przepływ kapitałów z mniej do bardziej efektywnych działów gospodarki. Najbardziej popularne z nich to akcje i obligacje.

Akcja jest papierem wartościowym stwierdzającym udział jej właściciela w kapitale spółki akcyjnej uprawniającym go jednocześnie do uczestnictwa w podziale zysków spółki w formie dywidend oraz w podziale majątku spółki w razie jej likwidacji. Akcje przynoszą akcjonariuszom (właścicielom akcji) zróżnicowane dochody, w zależności od rentowności spółki i przeznaczonych na wypłacenie dywidend kwoty zysku, dlatego dla nabywcy istotne jest, w której spółce lokować pieniądze na zakup akcji.

Akcje mogą być emitowane jako dokumenty na okaziciela bądź imienne.

Ze względu na formę pokrycia równowartości akcji wyodrębnia się akcje opłacone gotówką (wydawane akcjonariuszom już po częściowej zapłacie- minimum 25% -uzupełnionej po zarejestrowaniu spółki) oraz akcje aportowe, czyli wydawane za wkłady rzeczowe w całości wniesione przed zarejestrowaniem spółki.

Według rodzaju uprawnień przysługującym ich właścicielom wyróżnia się akcje zwykłe (zwyczajne) oraz akcje uprzywilejowane, dające dodatkowe uprawnienia.

Akcje uprzywilejowane umacniają pozycję niektórych osób głównie założycieli spółki, w sensie wpływu na działalność spółki, obsadę jej władz, a także specjalnych korzyści materialnych. uprzywilejowanie dotyczy: prawa głosu, prawo do wyższej dywidendy i otrzymania jej w pierwszej kolejności, pierwszeństwa zakupu akcji z nowych emisji

Prawo głosu na walnym zgromadzeniu ma wpływ na decyzje w sprawie działania spółki. Każdy akcjonariusz ma tyle głosów ile ma akcji zwykłych.

Zgodę na dopuszczenie akcji do emisji akcji do publicznej sprzedaży wydaje Komisja Papierów Wartościowych.

Akcja ma wartość (cenę) nominalną, emisyjną i rynkową. Wartość nominalna stanowi jednostkę kapitału akcyjnego spółki i jest podana na świadectwie depozytowym. Wartość emisyjna akcji jest ceną, po której przeprowadza się subskrypcję. Wartość rynkowa akcji jest ceną, po której można sprzedać akcję na giełdzie. Kształtuje się ona na giełdzie, a jej cena nazywa się kursem.

Obligacja jest dokumentem, w którym jego emitent (wytwórca) potwierdza zaciągnięcie pożyczki w określonej kwocie, zobowiązując się jednocześnie do zwrotu tej kwoty właścicielowi w ustalonym z góry terminie, a także do zapłaty odsetek określonych w momencie wypuszczenia obligacji na rynek. Emisja obligacji jest dogodną formą zaciągnięcia pożyczek w znacznej kwocie i na długi okres. Z tej możliwości korzystają przedsiębiorstwa, banki, inne instytucje finansowe, instytucje państwowe (Skarb Państwa) i samorządowe. Największą popularnością w Polsce cieszą się obligacje skarbowe, które gwarantowane są przez Skarb Państwa.

Obligacje sprzedawane są przede wszystkim na terenie kraju, ale istnieje możliwość emisji obligacji w obcej walucie do sprzedaży w innych krajach.

