

Marta Postuła

Efektywne zarządzanie finansami w makro- i mikroskali [od redaktora naukowego]

Problemy Zarządzania 14/4 (1), 5-10

2016

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Od redaktora naukowego

Efektywność stanowi jedno z kluczowych zagadnień podejmowanych na gruncie ekonomii i nauki o zarządzaniu. Interpretując jej istotę, literatura przedmiotu często odnosi się do efektów, czyli wyników działania, utożsamianych zazwyczaj z efektami ekonomicznymi. W kontekście zarządzania finansami efektywność odnosi się do wyników decyzji finansowych podejmowanych przez organizacje, szczególnie tych dotyczących pozyskiwania kapitału, sposobów dysponowania środkami finansowymi, kształtowania struktury kapitału, zapewnienia płynności i elastyczności finansowej, a także inwestowania. Efektywność tych działań zapewnia przedsiębiorstwom i innym organizacjom możliwość realizacji takich celów, jak wzrost, rozwój, maksymalizacja korzyści dla interesariuszy, a w odniesieniu do organizacji biznesowych także budowanie wartości rynkowej.

Przytoczona tu interpretacja efektywnego zarządzania finansami jest na tyle szeroka, że przekłada się na różne jej perspektywy. Znalazło to odzwierciedlenie w różnorodnej tematyce artykułów prezentowanych w niniejszym zeszycie „Problemy Zarządzania”. Tematykę tę można podzielić na cztery zasadnicze obszary.

Pierwszy obszar dotyczy problematyki efektywności inwestowania i obejmuje zagadnienia dotyczące rozwoju rynku kapitałowego, konstruowania portfela inwestycyjnego, metodologii wyceny przedsiębiorstw oraz rynku kredytowego.

Tematyka rynku akcji prowadzonego w formule alternatywnego systemu obrotu stała się przedmiotem artykułu Joanny Małeckiej. Autorka, analizując rozwój rynku NewConnect na tle największego europejskiego rynku alternatywnego – brytyjskiego AIM, wyznaczyła perspektywy jego rozwoju, wskazując przy tym na czynniki tworzące szanse i zagrożenia dla wzrostu znaczenia tego rynku w Polsce.

Zagadnienia konstrukcji portfela inwestycyjnego stanowią z kolei przedmiot dwóch artykułów. W pierwszym z nich Tomasz Krawczyk przedstawił założenia wykorzystania metody Monte Carlo w zarządzaniu wartością zagrożoną *Value at Risk* portfela inwestycyjnego. Zaprezentowane przez autora rozwiązania, jego zdaniem, mogą służyć do budowy systemów zarządzania ryzykiem rozbudowanych portfeli inwestycyjnych opartych na aktywach obejmujących akcje, waluty, indeksy giełdowe, a nawet surowce. Z kolei w drugim artykule Philippe De Brouwer przedstawił bardzo interesującą propozycję praktycznej implementacji wykorzystania hierarchicznej teorii potrzeb Masłowa w budowaniu portfela inwestycyjnego i doradztwie inwestycyjnym.

W kolejnym artykule Andrzej Rutkowski podjął ważną w kontekście efektywności inwestycji problematykę wyceny przedsiębiorstw. Autor w swoim opracowaniu skoncentrował się na ocenie możliwości wykorzystania mnożników liczonych na podstawie notowań kursów akcji do wyznaczenia wartości podmiotów gospodarczych. Wyniki przeprowadzonego badania prowadzą do wniosków, że nieostrożne korzystanie z mnożników niedopasowanych do specyfiki działalności danej spółki czy też nieuwzględnienie kwestii stopnia efektywności rynku kapitałowego może prowadzić do wyceny, która będzie znacząco odbiegać od wartości wewnętrznej spółki (liczonej metodą DCF) i od bieżącej wyceny rynkowej.

W ostatnim w ramach tej części artykule Renata Karkowska poruszyła problematykę zagrożeń systemowych płynących z dysproporcji zadłużenia walutowego wśród podmiotów niefinansowych. Na podstawie analizy empirycznej dokonała identyfikacji przyczyn zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w walutach obcych, wskazując że popyt na kredyty walutowe ma charakter procykliczny i jest stymulowany poziomem marży kredytowej stosowanej przez banki, zmiennością kursów walutowych oraz różnicą oprocentowania na rynku krajowym i zagranicznym.

W drugiej części zeszytu została podjęta tematyka jakości informacji sprawozdawczej i jej znaczenia dla efektywnego zarządzania finansami. W pierwszym artykule poruszona została tematyka metodologii wykrywania „kreatywnej rachunkowości” jako jednego z czynników niskiej jakości informacji sprawozdawczej. Marek Sylwestrzak zwrócił w nim uwagę na możliwość wykorzystywania regresji logistycznej w procesie oceny jakości informacji, a następnie na podstawie przeprowadzonego badania opartego na danych finansowych spółek z amerykańskiego rynku kapitałowego wykazał, że najbardziej newralgiczną pozycją sprawozdania finansowego, która powinna być monitorowana przy próbie wykrywania fałszowania sprawozdań finansowych, są aktywa obrotowe. Z kolei Rafał Cieślak podjął próbę określenia, czy i w jakim zakresie jakość zysku może wyjaśnić efekt niedowartościowania ceny emisyjnej akcji spółek przeprowadzających pierwszą ofertę publiczną. Wyniki przeprowadzonego badania wykazały, iż w warunkach polskich efekt ten jest istotnie wyższy w tych jednostkach, w których wiarygodność prezentowanych w raporcie finansowym wyników jest wątpliwa.

W kolejnej części zeszytu zostały zaprezentowane zagadnienia dotyczące efektywnego zarządzania finansami organizacji, których nie można w sposób jednoznaczny wpisać w realia funkcjonowania organizacji biznesowych czy systemu finansów publicznych. Ewa Maćkowiak w swoim artykule prezentuje wybrane zagadnienia systemu finansowego Lasów Państwowych. System ten jest odrębny i nie należy do systemu finansów ani jednostek sektora finansów publicznych, ani też podmiotów prawa handlowego czy przedsiębiorstw państwowych. Charakteryzuje się on specyficznymi warunkami produkcji, przez co tworzy szereg problemów i wątpliwości natury księgowej, które autorka stara się zidentyfikować i wyjaśnić. W kolejnym artykule Tomasz

Dyczkowski podejmuje tematykę doboru informacji w zakresie dokonań organizacji pożytku publicznego (OPP) ujawnianych w ich obligatoryjnych rocznych sprawozdaniach z działalności, tak aby mogły one stymulować ofiarności indywidualnych darczyńców. Przeprowadzone badanie wskazało, że OPP poprzez większą szczegółowość i przesunięte akcenty w opisach dokonań mogą stymulować darczyńców do dokonywania odpisów 1% podatku.

Przedmiotem ostatniej części kwartalnika stały się zagadnienia dotyczące efektywności instytucji publicznych oraz racjonalizacji finansów publicznych. W jej ramach poruszyłam problematykę planowania wieloletniego, uznawanego przez współczesną naukę za niezbędny instrument nowoczesnego zarządzania szeroko rozumianymi finansami zarówno prywatnymi, jak i publicznymi. Argumentuję, że narzędzie to występuje od lat w gospodarce finansowej wielu państw na świecie i dlatego zasadne jest dążenie do usprawnienia tego narzędzia w polskim systemie finansów publicznych. Zaproponowałam także wprowadzenie konkretnych zmian w odniesieniu do programów wieloletnich w Polsce, co podniesie efektywność zarządzania środkami publicznymi przeznaczonymi na ich realizację.

Kolejny artykuł z tego obszaru odnosi się do kwestii rozwiązań instytucjonalnych, które mogą służyć zwiększeniu wiarygodności budżetowej. Sławomir Franek jako jedno z takich rozwiązań wskazał funkcjonowanie niezależnych instytucji fiskalnych, zwanych także radami fiskalnymi. Badając stopień ich niezależności, autor stwierdził, że stanowią one raczej wsparcie analityczno-doradcze dla władzy fiskalnej i oddziałują na wzrost przejrzystości budżetowej głównie poprzez wywieranie presji na rząd w zakresie zapewniania dyscypliny fiskalnej. Autor stawia także tezę, że w świetle przeprowadzonej analizy bardziej właściwe wydaje się traktowanie tych instytucji jako rady fiskalnej aniżeli niezależnych instytucji fiskalnych.

Zaprezentowane w zeszycie artykuły bądź to stanowią wyraz refleksji naukowej nad dotychczasowymi osiągnięciami teorii nauk ekonomicznych, bądź to prezentują rezultaty badań empirycznych oraz doświadczeń praktyki życia gospodarczego, niejednokrotnie konfrontowanych z najnowszą literaturą przedmiotu. Z żywą nadzieją, że stanowią one będą inspiracją do pogłębionych badań naukowych lub podstawę do dalszej dyskusji, refleksji i wymiany poglądów. Wyrażam także przekonanie, że wielowątkowy zakres tematyczny nadaje prezentowanemu opracowaniu uniwersalny charakter, czyniąc je użytecznym dla szerokiego grona odbiorców.

dr hab. Marta Postuła

Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego

Scientific Editor's Note

Effectiveness is a key question addressed in the fields of economics and management science. In interpreting its essence topical literature often makes reference to effects – the results – usually identified with economic effects. In the context of managing finances, effectiveness refers to the results of financial decisions made by the organization, especially decisions relating to attracting capital, ways of disposing of financial resources, shaping the structure of capital, guaranteeing financial liquidity and flexibility, and investing. The effectiveness of these actions gives companies and other organizations the ability to achieve their goals, such as growth, development, maximizing benefits for stakeholders, and with respect to business organizations, the building of market value.

Such an interpretation of effective financial management is sufficiently broad to translate into various perspectives. This is reflected in the variety of topics presented in this issue of Management Issues, which can be divided into four basic areas.

The first area involves matters of effective investment and encompasses questions relating to the development of the capital market, building an investment portfolio, the methodology of assessing a company, and the credit market.

The first paper in this area is from the hand of Joanna Małecka. She analyzes the development of the NewConnect market against the backdrop of Europe's largest alternative exchange, the British AIM. She delineates its perspectives for development, while simultaneously identifying factors creating opportunities and threats to the growth in importance of this market in Poland.

Building an investment portfolio is the subject presented in two papers. In the first of these Tomasz Krawczyk presents the assumptions behind applying the Monte Carlo method in the management of an investment portfolio's Value at Risk. The solution proposed by the author can -in his view- serve to build a system for managing risk in investment portfolios that are based on assets such as stock, foreign currency, stock indexes, and commodities. The second paper, by Philippe de Brouwer, presents a very interesting proposal for the practical implementation of using Maslow's Hierarchy of Needs Theory in building an investment portfolio and for investment advisory services.

In a successive paper, Andrzej Rutkowski looks at a matter that is important in the context of effective investment – company valuation. In



his work, the author concentrates on assessing the possibility of using multipliers calculated on the basis of stock quotations to indicate the value of economic entities. The results of the conducted research leads to the conclusion that careless use of multipliers that do not match the specifics of the operations of the given company or that do not take into account questions of the effectiveness of the capital market can lead to a valuation that significantly differs from the company's internal value (calculated using the DCF method) as well as from its current market valuation.

In the last paper of this section, Renata Karkowska addresses the problem of systemic threats stemming from a disproportion of foreign currency debt held by nonfinancial entities. She identifies the reasons behind the foreign currency debt of households and companies on the basis of an empirical analysis, indicating that demand for foreign currency credit is procyclical in character and is stimulated by the level of the credit margin as applied by banks, volatility in currency exchange rates, and differences in interest rates on the domestic and foreign markets.

The second area of this issue looks at questions of the "quality" of reported information and its importance for the effectiveness of managing finances. The first paper in this area examines the subject of the methodology of uncovering "creative accounting" as a factor in the low "quality" of reporting. Marek Sylwestrzak calls attention to the possibility of using logistic regression in the process of assessing the quality of information. On the basis of research into the financial data of companies on the American capital market, he then points to total assets as the most sensitive item in the financial statement that should be monitored in efforts at identifying falsified financial reports. In his turn, Rafał Cieślak took up the effort to define if and to what extent the "quality of profits" can explain the effect of underpricing the offer price for shares in a company in its initial public offering. The reported research indicates that – subject to Polish conditions – this effect is significantly higher in the case of entities where there are doubts about the financial report.

The successive area of the paper presents matters relating to the effective management of an organization's finances, when they do not unequivocally fit in with the functioning of a business organization of the public finance system. In her paper, Ewa Maćkowiak presents selected questions of the financial system of the State Forests. That system is isolated and belongs neither to the financial system of entities of the public finance sector nor is it a commercial entity or state-owned company. It is characterized by its specific production circumstances, which is at the root of a whole series of problems and concerns involving bookkeeping, which the author strives to identify and clarify. In the successive paper Tomasz Dyczkowski looks at the selection of information in the area of the achievements of public-benefit organizations as disclosed in their obligatory annual activity reports with a view to stimulating the charity of individual donors. The conducted

research indicates that public-benefit organizations may stimulate donors to direct their 1% tax write-off to them through increased detail and a shift in accents in described achievements.

The last area of this quarterly is the question relating to the effectiveness of public institutions and the rationalizing of public finances. It is within this framework that I looked at questions of multiannual planning, which – by contemporary science – is considered to be a vital instrument in modern management of finances for both private and public agents. My arguments are that this tool has been present for years in the financial economies of many countries throughout the world and it is for this reason that it is sensible to strive to improve its efficiency in the Polish public finance system. I also proposed the introduction of concrete changes with respect to multiannual programs in Poland, which, in my view, will improve the effectiveness of the management of public funds designated for their implementation.

The next paper from this area looks at institutional solutions that may serve to improve the credibility of the budget. Sławomir Franek points to one such solution: the functioning of independent fiscal institutions, also known as fiscal councils. In looking at the degree of their independence, the author concludes that they tend to provide analytical advisory support for the fiscal authorities and act directly on the improvement of the transparency of the budget mainly by applying pressure on the government in the area of guaranteeing fiscal discipline. The author also forwards the hypothesis that in light of the conducted analyses it is more appropriate to treat these institutions as fiscal councils rather than independent fiscal institutions.

The papers presented in this issue are either an expression of scientific reflection on current achievements in the theory of economic science or they present the results of empirical research based on economic practice, confronting the most up-to-date topical literature more than once. I hope that they will provide inspiration for in-depth scientific research or serve as a basis for further discussion, reflection, and the exchange of views. I am also convinced that such a multithreaded thematic scope gives the presented work a character that is universal, making it useful to a broad group of readers.

dr hab. Marta Postuła
Faculty of Management,
University of Warsaw