

## Wpływ informacji o efektach prowadzonej działalności na wartość rynkową małych i średnich przedsiębiorstw

Anna Durtan\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest zbadanie, czy zachodzi potrzeba zwiększenia transparentności spółek kapitałowych z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, w kontekście kreowania i wyceny wartości tych przedsiębiorstw.

*Metodologia badania* – Przedsiębiorstwa usługowe z alternatywnego rynku akcji poddano analizie wielowymiarowej za pomocą regresji empirycznej w celu potwierdzenia lub odrzucenia hipotezy: wartość przedsiębiorstwa zależy od efektów prowadzonej działalności prezentowanych zgodnie z wymogami tradycyjnej sprawozdawczości.

*Wyniki* – Postawiona hipoteza została odrzucona. Tradycyjna sprawozdawczość dostarcza informacji inwestorom w sposób statyczny, z dużym opóźnieniem, co powoduje dezaktualizację informacji, a co za tym idzie – konieczność podejmowania ryzykownych decyzji inwestycyjnych.

*Wartość* – Raportowanie danych pozafinansowych może prowadzić do długotrwałego wzrostu wartości przedsiębiorstwa, co oznacza, że wdrażanie koncepcji zarządzania przez wartość powinno być poprzedzone wprowadzeniem stosownej polityki informacyjnej, która wraz ze społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstwa stanowi nowy model sprawozdawczości i relacji inwestorskich.

**Słowa kluczowe:** zarządzanie wartością, kapitał intelektualny, zrównoważony rozwój, społeczna odpowiedzialność biznesu, zarządzanie informacją, sprawozdawczość finansowa

### Wprowadzenie

W koncepcji zarządzania przez wartość podejmowane decyzje są skierowane ku nieustannemu tworzeniu wartości dla właścicieli na oczekiwanym przez nich poziomie. Na wartość przedsiębiorstwa wpływa wiele różnych czynników, które można podzielić na dwie podstawowe grupy. Działanie czynników z grupy pierwszej zmienia wartość przedsiębiorstwa niezależnie od jego poczynań. Na drugą grupę przedsiębiorstwo może wpływać i podejmowanie pewnych decyzji w ich obrębie wywołuje reakcję rynku, co ostatecznie określa jego wartość.

Celem artykułu jest zbadanie, czy zachodzi potrzeba zwiększenia transparentności spółek kapitałowych z sektora małych i średnich przedsiębiorstw w kontekście kreowania i wyceny ich wartości. Podstawą do wyciągnięcia wniosków jest analiza wartości rynkowych

---

\* mgr Anna Durtan, Wyższa Szkoła Menedżerska w Warszawie, e-mail: annadurtan@wp.pl

w zestawieniu z prezentowanymi danymi finansowymi na przykładzie spółek kapitałowych. Analizie wielowymiarowej poddano przedsiębiorstwa usługowe z alternatywnego rynku akcji, przy wykorzystaniu regresji empirycznej, w celu potwierdzenia lub odrzucenia hipotezy: wartość przedsiębiorstwa zależy od efektów prowadzonej działalności prezentowanych zgodnie z wymogami tradycyjnej sprawozdawczości.

Wnioski mogą być odpowiedzią na pytanie o sens wdrażania nowych wyzwań regulacyjnych, promujących wzrost zaufania do spółek kapitałowych, ale nakładających w przyszłości na te przedsiębiorstwa obowiązek sporządzania dużo obszerniejszych raportów, obejmujących również dane pozafinansowe.

## **1. Komunikowanie informacji między uczestnikami alternatywnego rynku akcji**

Inwestorzy indywidualni stanowią dużą grupę uczestników w każdym rynku kapitałowym. Cechą charakterystyczną tych inwestorów jest ostrożne podejmowanie decyzji, niezajmowanie się profesjonalnie rynkiem kapitałowym i niepoświęcanie czasu na analizę koniunktury giełdowej (Daniluk 1998: 40). Inwestorzy indywidualni, inwestując swoje oszczędności, chcą najczęściej osiągnąć wygórowane cele, nie akceptując przy tym proporcjonalnie wysokiego ryzyka. Cele zarządzających przedsiębiorstwami wiążą się natomiast głównie ze zdobyciem pozycji na rynku. Przede wszystkim zależy im na gwarantowaniu zysków oraz pozyskaniu najtańszych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa. Istotne jest również, by takie wielkości, jak zysk i ryzyko, nadmiernie nie odstawały od założeń (Banaszak-Soroka 2008: 103).

Spółki z rynku NewConnect, podobnie jak z rynku regulowanego, mają narzucone określone obowiązki informacyjne, obejmujące publikację raportów bieżących i okresowych. Działalność podmiotów notowanych na giełdzie musi być przejrzysta. Przekazywanie na bieżąco informacji o tym, co dzieje się w spółce, ma na celu budowanie silnych, opartych na zaufaniu relacji z inwestorami. Obowiązki informacyjne uczestników rynku zostały ściśle określone w Załączniku nr 1 do Uchwały nr 346/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie z dnia 30 maja 2007 roku (ZGPW 2007). Zgodnie z ustawą 2 § 17 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu informacje bieżące i okresowe powinny przede wszystkim zawierać informacje odzwierciedlające specyfikę opisywanej sytuacji w sposób prawdziwy, rzetelny i kompletny. Ponadto powinny być sporządzone w sposób umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową i finansową emitenta lub na cenę notowanych instrumentów finansowych.

Emitent ma obowiązek informowania o wszelkich okolicznościach i zdarzeniach, które mogą mieć istotny wpływ na jego sytuację gospodarczą, majątkową lub finansową. Istotne jest również podawanie informacji, w ocenie emitenta mogące mieć charakter cenotwórczy. Informacje te powinny zostać przekazane niezwłocznie, nie później niż w przeciągu

dwudziestu czterech godzin od zaistnienia okoliczności lub zdarzeń, lub powzięcia o nich informacji przez emitenta. Są to wszystko informacje uznawane za raporty bieżące.

Obowiązkiem emitenta jest również przekazywanie raportów okresowych kwartalnych, półrocznych i rocznych. Raport roczny dodatkowo powinien zawierać informacje na temat stosowania przez emitenta zasad ładu korporacyjnego, o którym mowa w dokumencie *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na NewConnect (ZGPW 2010)*. Obowiązki informacyjne spółek notowanych na NewConnect (IPO.pl 2012: 2–8) są mniejsze i znacznie liberalniejsze niż tych notowanych na parkiecie głównym. Oto podstawowe różnice:

- możliwość złożenia raportu półrocznego bez audytu,
- raporty kwartalne i półroczne uwzględniają jedynie wybrane informacje,
- swoboda wyboru standardów rachunkowości.

Dodatkowe obowiązki sprawozdawcze spółek kapitałowych wynikają w głównej mierze z potrzeby informacyjnych inwestorów, gdyż dla interesariuszy stanowią jedyną podstawę do oceny wartości tych spółek.

Niestety, pierwszy alternatywny rynek akcji w Polsce boryka się z brakiem płynności obrotu. Wynika to z niskiego poziomu raportowania danych i niewywiązywania się emitentów z nałożonych na nich obowiązków. W celu zmiany tej sytuacji Giełda Papierów Wartościowych planuje wdrażanie działań prowadzących do poprawy jakości spółek oraz większej transparentności emitentów. Powinno wówczas wzrosnąć zainteresowanie spółkami, co wpłynie pośrednio również na obroty rynku. Lepsza jakość informacji to mniejsze ryzyko i przez to wyższa wycena notowanej na NewConnect firmy. Planowane zmiany mają dotyczyć zwiększenia zakresu danych w raportach kwartalnych oraz nakładania kar na osoby zarządzające za niewywiązywanie się z obowiązków informacyjnych (mBonds.pl 2013).

## **2. Kreowanie wartości poprzez poprawę transparentności spółek kapitałowych**

Niestabilna sytuacja gospodarcza powoduje u wielu inwestorów niepokój i wynikającą z niego ostrożność w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Dodatkowym argumentem dla inwestorów potwierdzających ich obawy jest brak zaufania do informacji dostarczanych przez spółki kapitałowe. Bywa, że wycofują oni swój kapitał z rynku w obawie przed jego utratą. Nie sprzyja to rozwojowi rynku ani wzrostowi wartości uczestniczących w nim spółek.

Problem dostrzegli również menedżerowie zarządzający funduszami, którzy zwracają coraz większą uwagę na przejrzystość firm. Ocenia się, że inwestorzy są w stanie zapłacić 15–20% więcej za akcje przedsiębiorstw publikujących szerszy zakres informacji (Skoczyła 2007: 51).

M. Muller (1998: 125) twierdzi, że problem ten ze względu na swoją wagę jest przedmiotem zainteresowania wielu badaczy. Dyskusje prowadzą do wdrażania nowej formy

sprawozdawczości, zwanej Value Reporting (VR). VR oznacza każdą określoną przepisami prawa oraz dodatkową, dobrowolną sprawozdawczość dotyczącą tworzenia wartości przedsiębiorstwa, której cechą jest likwidacja asymetrii między wewnętrznym a zewnętrznym oglądem przedsiębiorstwa.

Celem VR jest zatem komunikowanie uczestnikom rynku kapitałowego wszystkich informacji, które będą mogli wykorzystać w szacowaniu wartości przedsiębiorstwa. Informacjami tymi mogą być również dane umożliwiające inwestorom ocenę zasobów przedsiębiorstw w zakresie składników kapitału intelektualnego, definiowanego m.in. jako różnica między rynkową a księgową wartością organizacji (Gableta 2003: 39).

Obecnie osiągnięcie tego celu mogłoby nastąpić dzięki zaspokojeniu różnych, istotnych z punktu widzenia społeczeństwa potrzeb z obszaru środowiskowego (E – *environment*), społecznego (S – *social*) oraz ładu korporacyjnego (G – *governance*), czyli raportowaniu danych ESG. Taka strategia, uwzględniająca w działalności społeczne, ekonomiczne, etyczne i ekologiczne aspekty, została określona mianem społecznej odpowiedzialności biznesu – CSR (*corporate social responsibility*). W praktyce oznacza ona wdrażanie kampanii społecznych, sponsoringu wydarzeń kulturalnych, ekoznakowaniu produktów, przeciwdziałaniu korupcji i łapownictwu i wiele innych (UNDP 2007). Przy czym podczas podejmowania decyzji biznesowych uwzględnia się oczekiwania interesariuszy, którzy dzięki temu uczestniczą w życiu firmy. Wdrażanie owej koncepcji powinno być połączone z udostępnianiem pełnych informacji z tego zakresu przez tworzenie raportów rocznych, zawierających – oprócz tradycyjnych danych finansowych – szeroki zakres informacji z zakresu CSR oraz stały dialog z otoczeniem.

Charakteryzując pojęcie: „raportowanie danych pozafinansowych”, można przytoczyć definicję prezentowaną przez największą organizację zajmującą się tym zagadnieniem (Global Reporting Initiative – założony w Bostonie w 1997 roku, jego korzenie tkwią w organizacji non-profit Coalition for Environmentally Responsible Economies i Instytutu Tel-lus). Według Global Reporting Initiative (GRI 2012) raportowanie danych pozafinansowych polega na mierzeniu, ujawnianiu oraz ponoszeniu odpowiedzialności względem odbiorców informacji za wyniki i wydajność w zakresie adresowania tych kwestii. Zatem definicja CSR oznacza odpowiedzialność przedsiębiorstw za ich wpływ na społeczeństwo (Accreo Taxand, GES Investment Services 2011: 4). Termin raportowania danych pozafinansowych stosowany jest zamiennie z pojęciami: raportowanie kwestii zrównoważonego rozwoju, raportowanie ESG czy raportowanie zintegrowane.

Rozwój raportowania danych pozafinansowych wspiera również Komisja Europejska, która 16 kwietnia 2013 roku zaproponowała nowe wymagania ujawniania danych niefinansowych, kierując powyższe głównie do dużych przedsiębiorstw. Komisja wydała opinię, że przedsiębiorstwa w celu wypełnienia swojej odpowiedzialności społecznej powinny wprowadzić proces integracji kwestii społecznych, środowiskowych i etycznych, a także praw człowieka w ich strategii działalności gospodarczej, przy ścisłej współpracy z zainteresowanymi stronami. Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw dotyczy podejmowanych

przez nie działań wynikających z ich zobowiązań prawnych wobec społeczeństwa i środowiska oraz wykraczających poza nie (KdPE 2011: 3–4). Warto zaznaczyć, że na dzień dzisiejszy raportowanie danych pozafinansowych jest w Polsce nieobligatoryjne.

Według Komisji Europejskiej około dwa i pół tysiąca z czterdziestu dwóch tysięcy polskich firm, zaliczanych do sektora dużych przedsiębiorstw, regularnie publikuje informacje środowiskowe i społeczne (dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady... 2013: 2–6). Stowarzyszenie Licencjonowanych Certyfikowanych Księgowych (ACCA – Association of Chartered Certified Accountants) w celu poznania opinii społeczności inwestycyjnej w odniesieniu do wykorzystania informacji ESG przeprowadziło badanie wśród inwestorów, analityków i innych zainteresowanych stron. Oszacowano, że około 67% inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zawsze bierze pod uwagę dane pozafinansowe, a 93% inwestorów uznało, że obecny poziom ujawniania danych pozafinansowych jest zdecydowanie za niski (ACCA 2013: 4–8). Oznacza to, że skupianie uwagi głównie na danych finansowych jest dalece niewystarczające do oceny wartości przedsiębiorstwa.

Również w opinii Komisji Europejskiej zainteresowanie ujawnianiem informacji pozafinansowych jest zbyt małe: „Niektóre spółki w niedostatecznym stopniu odpowiadają na rosnące potrzeby zainteresowanych stron (w tym inwestorów, akcjonariuszy, wspólników, pracowników i organizacje społeczeństwa obywatelskiego) w zakresie przejrzystych informacji niefinansowych. Preferowaną opcją jest zaostrzenie obowiązujących wymogów poprzez wprowadzenie obowiązku przedstawiania sprawozdania niefinansowego w ramach rocznego sprawozdania z działalności” (KdPE 2011: 3). Kierunek legislacji jest zatem jasny, pozostaje oczekiwać na jego ostateczne wdrożenie.

### **3. Wpływ efektów prowadzonej działalności na wartość przedsiębiorstw**

Rodzą się pewne wątpliwości, czy ujawnianie informacji pozafinansowych znajduje uzasadnienie w mechanizmach rynkowych, czy w dobie kryzysu gospodarczego najlepszym czasem jest obciążanie przedsiębiorców dodatkowymi obowiązkami i obligatoryjnymi kosztami. Z drugiej strony, brak zaufania interesariuszy do przedsiębiorstw z rynku New-Connect zachęca do zmian. Budzi wątpliwości, na ile przekazywane przez spółki informacje w postaci sprawozdań i pośrednio w postaci wskaźników finansowych wpływają na rynkową wartość tych spółek. Oczekuje się, że spółki, których efekty prowadzonej działalności są lepsze, powinny zostać ocenione przez rynek lepiej i w konsekwencji powinna wzrosnąć ich rynkowa wartość dodana.

Aby odpowiedzieć na zadane wątpliwości, autorka niniejszej pracy przeprowadziła badania, którymi objęła małe i średnie przedsiębiorstwa z alternatywnego rynku akcji. Obecnie wartość rynkowa przedsiębiorstw na alternatywnym rynku akcji nie jest efektem prezentowania przez te spółki danych pozafinansowych. Opiera się ona niemal wyłącznie na tradycyjnych metodach oceny efektywności działalności.

Poddano badaniu wszystkie spółki uczestniczące w rynku NewConnect w latach 2007–2009, których przedmiotem działalności jest świadczenie usług. Spółki o charakterze usługowym stanowiły w latach objętych badaniem ponad 67% emitentów (udział w rynku spółek handlowych i produkcyjnych wynosił odpowiednio 15% i 18%). Ograniczenie grupy badawczej tylko do spółek usługowych autorka niniejszej pracy uzasadnia faktem, iż charakter działalności determinuje pewne struktury majątkowo-kapitałowe i łączenie analiz opartych na wskaźnikach finansowych mogłoby zniekształcić wyniki.

Autorka niniejszej pracy przeprowadziła klasyfikację rozmiarów spółek poddanych badaniu w celu wykluczenia wątpliwości co do zniekształcenia wyników badań wywołanego efektem skali. Charakterystyka badanej zbiorowości, w zakresie wielkości spółek uczestniczących w rynku alternatywnym (tab. 1), została przeprowadzona na podstawie przepisów zawartych w ustawie o swobodzie działalności gospodarczej (Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r., art. 104–107).

**Tabela 1**

Rozmiary spółek objętych badaniem w latach 2007–2009

Wielkość spółek	2007 rok	2008 rok	2009 rok
Mikro	13	27	11
Małe	0	4	0
Średnie	0	0	1
Duże	0	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW.

Celem badań jest uzyskanie odpowiedzi, czy informacja dostarczana za pomocą tradycyjnej sprawozdawczości może być wykładnią świadczącą o wartości przedsiębiorstwa. Na wstępie postawiono hipotezę, że wartość spółek z alternatywnego rynku akcji zależy od efektów prowadzonej działalności, prezentowanych zgodnie z wymogami tradycyjnej sprawozdawczości.

Do oceny efektywności badanych przedsiębiorstw posłużyły wskaźniki, których budowę prezentuje tabela 2.

**Tabela 2**

Budowa wskaźników użytych do badań

Wskaźnik	Sposób obliczenia
Ogólnego zadłużenia	Zobowiązania/Aktywa ogółem
ROA	Wynik netto/Aktywa ogółem
ROE	Wynik netto/Kapitał własny
Płynność finansowa bieżąca	Aktywa bieżące/Zobowiązania bieżące

Źródło: opracowanie własne.

Przy doborze wskaźników autorka niniejszej pracy za kryterium przyjęła ich podstawowy dla inwestorów charakter. Z informacji dostarczanych przez tradycyjną sprawozdawczość można dowiedzieć się, czy i w jakim stopniu przedsiębiorstwo jest zadłużone, czy jest wypłacalne oraz czy wykorzystanie jego majątku i zainwestowanego kapitału jest rentowne.

Oczekiwana wartość wskaźników przyjęto zgodnie z poniższymi założeniami:

- Wskaźnik rentowności kapitału własnego informuje o wielkości zysku netto przypadającego na jednostkę zainwestowanego kapitału. Poziom tego wskaźnika powinien przewyższać oprocentowanie długoterminowych depozytów bankowych (Gołębiowski 2005: 58). W niniejszym opracowaniu stopę oprocentowania wolnych od ryzyka papierów wartościowych przyjęto na poziomie średniej rocznej stopy zwrotu dziesięcioletnich obligacji Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu na poziomie 5,08%.
- Według międzynarodowych standardów analizy finansowej wartość wskaźnika bieżącej płynności powinna mieścić się w przedziale 1,6–1,9 (Bednarski 2004: 79–80). Źródła podają, że według polskich norm wartość tego wskaźnika powinna znajdować się w granicach 1,5 do 2,0, a w innych źródłach – w granicach 1,2 do 2,0. Inne źródła wskazują, że wzorcowa wartość wskaźnika mieści się w przedziale 1,3 do 2,0. W niniejszym opracowaniu przyjęto, że oczekiwana wartość wskaźnika bieżącej płynności wynosi 1,2 do 2,0 (Gabrusewicz 2005: 40).
- Wskaźnik rentowności majątku ujawnia maksymalizację obrotu i obniżanie kosztów oraz racjonalną gospodarkę majątkiem. Wskazuje na eliminowanie zbędnych i nadmiernych zapasów oraz niewykorzystanych środków trwałych (Bednarski 2004: 108). Zachodnie banki oczekują, aby wskaźnik ten osiągał poziom 2–6%, przy czym w małych firmach powinien on być wyższy niż w dużych (Bień 2005: 67). W niniejszym opracowaniu założono optymalny poziom wskaźnika 5–10%. Im jego wartość jest większa, tym lepiej.
- Według standardów zachodnich równowaga między kapitałem własnym a obcymi źródłami finansowania działalności wynosi 57–67% udziału długu w aktywach, można jednak przyjąć za prawidłową strukturę 50–67% (Łukasiak 2002: 54).

Badaniu poddano pięćdziesiąt sześć przedsiębiorstw usługowych, z których trzynaście debiutowało w 2007 roku, trzydzieści jeden – w 2008 roku, a dwanaście – w 2009 roku. Grupę badawczą poddano analizie wielowymiarowej za pomocą regresji empirycznej, przy użyciu poniżej zaprezentowanej metodologii:

- ustalono poziomy wskaźników finansowych każdej badanej spółki na ostatni dzień ich roku obrotowego,
- obliczono rynkową wartość dodaną (MVA – Market Value Added) każdej spółki w kolejnych latach ich funkcjonowania na rynku jako nadwyżkę wartości rynkowej spółek nad całkowitą wartością zainwestowanego kapitału (Sobańska i in. 2010a: 416) ustaloną na ten sam dzień, co poziomy wskaźników,
- grupę badawczą podzielono względem lat, w którym debiutowały one na giełdzie, wskutek czego powstały trzy podgrupy badawcze,

- spółki w każdej podgrupie badawczej podzielono względem poziomu rynkowej wartości dodanej przy zastosowaniu kwartyli,
- zbudowano tabele współzależności zmiennych niezależnych (wskaźniki finansowe) i zmiennej zależnej (rynkowej wartości dodanej).

Skonstruowane dla każdej grupy badawczej tabele współzależności posłużyły do ustalenia średniego poziomu zmiennych niezależnych ( $y$ ) w każdym z kolejnych lat ( $n$ ) z podziałem spółek według poziomu rynkowej wartości dodanej. Obliczeń dokonano, dzieląc sumę średniego cząstkowego poziomu zmiennej niezależnej przez sumę liczby spółek:

$$\bar{y}_j = \frac{\sum_{i=1}^l y_j n_{1j}}{\sum_{j=1}^l n_{1j}}$$

Wyniki obliczeń informują o średnich wartościach wskaźników spółek usługowych w kolejnych latach od debiutu, przypisanych spółkom, których rynkowa wartość dodana zawiera się w odpowiednim kwartylu (tab. 3, 4 i 5).

Badanie zależności między rynkową wartością dodaną a efektami prowadzonej działalności rozpoczęto od nowo debiutujących na NewConnect spółek. Liczebność grupy badawczej wynosiła pięćdziesiąt sześć spółek. Wyniki obliczeń zaprezentowano w tabeli 3.

**Tabela 3**

Średnie warunkowe zmiennej Y – wynik regresji empirycznej pięćdziesięciu sześciu spółek usługowych w roku debiutu

Średnie poziomy wskaźników	Przedziały rynkowej wartości dodanej $x_{oi} - x_{li}$								
	MVA – kwartył I		MVA – kwartył II		MVA – kwartył III		MVA – kwartył IV		
	w normie	poza normą	w normie	poza normą	w normie	poza normą	w normie	poza normą	
Wskaźnik zadłużenia (%)		21,00	57,00			47,70	54,80		
Wskaźnik ROE (%)		2,00	16,40			3,60	6,10		
Wskaźnik ROA (%)	21,30			3,80	26,00		6,30		
Wskaźnik płynności		0,14	3,73		1,35		8,49		

Źródło: opracowanie własne.

Analizując wyniki regresji empirycznej spółek usługowych w roku debiutu na rynku alternatywnym (tab. 3), można zauważyć, że przedsiębiorstwa o najmniejszej rynkowej wartości dodanej (MVA – I kwartył) były zadłużone tylko w 21%, co można zinterpretować jako nieracjonalne zarządzanie źródłami finansowania. Jednocześnie nie miały płynności finansowej, co w zestawieniu ze wskaźnikiem zadłużenia oznacza, że zarządzały małym majątkiem obrotowym. Miały najniższy przeciętny poziom wskaźnika ROE, który wynosił 2%, czyli każda zainwestowana złotówka przynosiła przeciętnie 2 gr zysku. Natomiast spółki najlepiej ocenione przez rynek (MVA – IV kwartył) wykazują przeciętnie dobre



poziomy wskaźników. Na podstawie wyników badań można zatem uznać, że w pierwszym roku uczestnictwa w rynku spółki lepiej ocenione przez rynek miały lepsze efekty prowadzonej działalności.

Kolejnym krokiem było obliczenie regresji empirycznej dla wybranych wskaźników i zmiennej zależnej w drugim roku funkcjonowania spółek usługowych na giełdzie. Liczebność grupy badawczej wynosiła pięćdziesiąt sześć spółek. Wyniki obliczeń zamieszczono w tabeli 4.

**Tabela 4**

Średnie warunkowe zmiennej Y – wynik regresji empirycznej pięćdziesięciu sześciu spółek usługowych w drugim roku po debiucie

Średnie poziomy wskaźników	Przedziały rynkowej wartości dodanej $x_{oi} - x_{1i}$							
	MVA – kwartył I		MVA – kwartył II		MVA – kwartył III		MVA – kwartył IV	
	w normie	poza normą	w normie	poza normą	w normie	poza normą	w normie	poza normą
Wskaźnik zadłużenia (%)		49,00		31,60		67,60		82,50
Wskaźnik ROE (%)	13,90		49,00		34,90		36,50	
Wskaźnik ROA (%)	24,60		21,50		16,30		28,10	
Wskaźnik płynności		10,20		12,30		8,10		7,62

Źródło: opracowanie własne.

W drugim roku we wszystkich kwartylach poziomu rynkowej wartości dodanej obliczone średnie wartości wskaźników wyglądają podobnie (tab. 4). Jednak warto zwrócić uwagę, że o ile przeciętny poziom wskaźnika bieżącej płynności w pierwszym roku dla spółek z pierwszego kwartyła był poniżej oczekiwanego poziomu, o tyle w drugim jego poziom jest wręcz nierealny. Świadczy to albo o nieefektywnym zarządzaniu majątkiem obrotowym, albo o nierzeczywistym obrazie tych aktywów. Spółki ocenione przez rynek najlepiej (MVA – kwartył IV) były najbardziej zadłużone, podczas gdy poziom rentowności majątku i kapitałów zbliżał się do spółek z kwartyła II i III. Należy zatem wnioskować, że w drugim roku uczestnictwa spółek w rynku inwestorzy oceniali je przy użyciu innych kryteriów niż efekty prowadzonej działalności.

W tabeli 5 zamieszczono wyniki regresji empirycznej spółek usługowych w trzecim roku po debiucie na alternatywnym rynku akcji. Liczebność grupy badawczej wynosiła czterdzieści cztery spółki.

Analiza przedstawionych wyników w roku trzecim (tab. 5) prowadzi do wniosku, że najgorsze poziomy wskaźników, w tym rentowności aktywów i kapitałów własnych, wykazują spółki o rynkowej wartości dodanej z kwartyła trzeciego, czyli spółki bardzo dobrze ocenione przez rynek. Najlepsze średnie poziomy wskaźników obliczono dla spółek, których rynkowa wartość dodana mieściła się w drugim kwartylu. Spółki ocenione najlepiej

**Tabela 5**

Średnie warunkowe zmiennej Y – wynik regresji empirycznej czterdziestu czterech spółek usługowych w trzecim roku po debiucie

Średnie poziomy wskaźników	Przedziały rynkowej wartości dodanej $x_{0i} - x_{1i}$							
	MVA – kwartył I		MVA – kwartył II		MVA – kwartył III		MVA – kwartył IV	
	w normie	poza normą	w normie	poza normą	w normie	poza normą	w normie	poza normą
Wskaźnik zadłużenia (%)		24,20	51,60			45,40		35,50
Wskaźnik ROE (%)	22,40		34,80		8,10		37,10	
Wskaźnik ROA (%)	12,30		11,70			3,10	10,10	
Wskaźnik płynności		13,50		5,55		3,54		6,18

Źródło: opracowanie własne.

i najgorzej (MVA – kwartył I i kwartył IV) mają bardzo podobne efekty prowadzonej działalności. Powyższe dane świadczą o tym, że – podobnie jak w roku drugim – rynek ocenia je przy użyciu innych kryteriów niż efekty prowadzonej działalności.

## Uwagi końcowe

W wyniku przeprowadzonych badań należy uznać, że przyjęta hipoteza: spółki usługowe z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, mające w ocenie rynku wyższą rynkową wartość, dostarczają inwestorom wystarczających informacji o efektach swojej działalności, na podstawie których kreowana jest ich wartość – nie została potwierdzona. Tradycyjna sprawozdawczość dostarcza informacji inwestorom w sposób statyczny, z dużym opóźnieniem, co powoduje dezaktualizację informacji, a co za tym idzie – konieczność podejmowania ryzykownych decyzji inwestycyjnych.

Autorka niniejszej pracy pragnie zaznaczyć, że jednym z czynników cenotwórczych wartości rynkowej przedsiębiorstw mogą być zasoby intelektualne, jednak ze względu na fakt, iż spółki usługowe z alternatywnego rynku akcji nie prezentowały w okresie objętym badaniem danych pozafinansowych, inwestor nie miał podstaw do trafnej wyceny tych zasobów.

Poszerzanie zakresu informacji dostarczanych inwestorom może przyczynić się do trafniejszego postrzegania spółek usługowych z alternatywnego rynku akcji. Pomiar efektywności i ocena wartości przedsiębiorstwa na podstawie informacji z tradycyjnych sprawozdań nie oddają ich rzeczywistej wartości.

W perspektywie najbliższych lat należy obserwować rozwój raportowania danych pozafinansowych wśród uczestników alternatywnego rynku akcji, który skupia spółki z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, oraz wpływ zmian w zakresie dostarczanych inwestorom informacji na wartość tych spółek.

## Literatura

- ACCA (2013), *What do investors expect from non-financial reporting?*, United Kingdom, www.accaglobal.com (27.02.2014).
- Accreo Taxand, GES Investment Services (2011), *Raportowanie ESG w przedsiębiorstwach państwowych i spółkach z udziałem Skarbu Państwa*, www.mg.gov.pl (1.03.2014).
- Banaszak-Soroka (2008), *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Bednarski L. (2004), *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Bień W. (2005), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Daniluk M. (1998), *Rynek kapitałowy*, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa.
- Dyrektiva Parlamentu Europejskiego i Rady, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże spółki oraz grupy, COM(2013) 207, Strasburg, www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\_2014/documents/com/com\_com(2013)0207/\_com\_com(2013)0207\_pl.pdf (16.04.2013).
- Gableta M. (2003), *Człowiek i praca w zmieniającym się przedsiębiorstwie*, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Wrocław.
- Gołębiowski G., Tłaczała A. (2005), *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*, Difin, Warszawa.
- Gabrusewicz W. (2005), *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa.
- IPO.pl, *Obowiązki informacyjne debiutujących na NewConnect*, www.ipo.pl/new\_connect/poradnik\_o\_new\_connect/obowiązki\_informacyjne (19.06.2012).
- KdPE Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów (2011), *Odnowiona strategia UE na lata 2011–2014 dotycząca społecznej odpowiedzialności Przedsiębiorstw*, Bruksela, KOM(2011) 681 wersja ostateczna.
- Łukasiak Z., Olszewski M., Schimanek T., Wasilewski A., Ziółkowski P. (2002), *Analiza finansowa i wycena firmy według standardów EWG, SIP*, Warszawa.
- mBonds.pl (2013), *Czy można zwiększyć obroty na NewConnect*, <http://mbonds.pl/czy-mozna-zwiekszyc-obroty-na-newconnect-2> (2.07.2014).
- Muller M. (1998), *Shareholder Value Reporting. Ein Konzept wertorientierter Kapital markt information*, w: *Shareholder Value Reporting*, red. M. Muller, F.J. Leven, Wien, s. 123–144.
- Nawrot W. (2010), *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa.
- Skoczylas W. (2007), *Wewnętrzne źródła informacji i ich asymetria w analizach wewnętrznych oraz zewnętrznych*, w: *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, red. W. Skoczylas, PWE, Warszawa, s. 45–51.
- Sobańska I., Czajor P., Czarnecki J., Kabalski P., Michalak M., Wnuk-Pel T. (2010a), *Rachunkowość zarządcza. Podejście operacyjne i strategiczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- ZGPW Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Uchwała nr 346/2007 z dnia 30 maja 2007 r. z późn. zm., Załącznik nr 1, Informacje Bieżące i Okresowe w Alternatywnym Systemie Obrotu.
- ZGPW Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych, Uchwała nr 795/2008 z dnia 31 października 2008 r. zmieniona Uchwałą nr 293/2010 z dnia 31 marca 2010 r., Załącznik nr 1.
- UNDP (2007), *Społeczna odpowiedzialność biznesu w Polsce. Wstępna analiza*, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa, www.odpowiedzialnybiznes.pl (14.02.2014).
- Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (DzU nr 172 poz. 1807), art. 104–107. www.globalreporting.org (17.02.2014).

## THE ROLE OF INFORMATION IN CREATING ENTERPRISE VALUE

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this article is to examine whether there is a need to increase transparency of companies in the sector of small and medium-sized enterprises, in the context of creation and valuation of these companies.

*Design/methodology* – Enterprise services from an alternative stock market have been analyzed by means of multivariate regression empirical, in order to confirm or refute the hypothesis: the value of the company depends on the effects of the activities presented in accordance with the requirements of traditional reporting.

*Findings* – Placed hypothesis was rejected. Traditional reporting provides information to investors in a static way, with a long delay, which causes outdated information, and hence the necessity of making risky investment decisions.

*Originality/vaule* – Reporting non-financial data can lead to long-term growth of the company, which means that the implementation of the concept of management by the value should be preceded by the implementation of appropriate information policy, which, together with the social responsibility of the company is a new model of reporting and investor relations.

**Keywords:** value management, measurement of intellectual capital, sustainable development, corporate social responsibility, information management

## Cytowanie

Durtan A. (2014), *Wpływ informacji o efektach prowadzonej działalności na wartość rynkową małych i średnich przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 832, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 71, s. 19–30; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).