

# Arkadiusz Jankowski, Piotr Szczypta

---

## Wpływ audytu sprawozdań finansowych na wartość przedsiębiorstw oszacowaną przy użyciu metody porównań rynkowych

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4, 253-263

---

2012

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

---

ANNALIS  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLVI, 4

SECTIO H

2012

---

\* Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, studia doktoranckie  
\*\* Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Katedra Rachunkowości i Controllingu  
Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Wydział Ekonomiczny w Szczecinie

ARKADIUSZ JANKOWSKI\*, PIOTR SZCZYPA\*\*

*Wpływ audytu sprawozdań finansowych na wartość  
przedsiębiorstw oszacowaną przy użyciu metody  
porównań rynkowych<sup>1</sup>*

---

The impact of the audit of financial statements on enterprises value estimated  
using the market comparison method

**Słowa kluczowe:** audyt sprawozdań finansowych, wycena porównawcza

**Key words:** financial audit, comparative valuation

## **Wstęp**

Współczesne definicje przedstawiają rachunkowość jako system informacyjny służący użytkownikom do podejmowania decyzji gospodarczych, zwłaszcza finansowych, oraz rozliczania kierownictwa z odpowiedniego i efektywnego zarządzania majątkiem. Można zatem stwierdzić, że głównym zadaniem rachunkowości jest dostarczenie rzetelnych informacji na temat sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa. Wykonanie tego zadania wymaga dysponowania danymi, które poprawnie odzwierciedlają ekonomiczną rzeczywistość. Tylko takie informacje są gwarancją konstruowania miarodajnych sprawozdań finansowych jednostki. Z tego powodu rachunkowość słusznie może być traktowana jako teoria systemu pomiaru wartości ekonomicznej, pomnażanej w procesie gospodarowania.

---

<sup>1</sup> Praca naukowa finansowana ze środków budżetowych na naukę w latach 2010–2013 jako projekt badawczy nr NN 113 005839, realizowany przez Wyższą Szkołę Bankową w Poznaniu.

Istotnym zadaniem rachunkowości jest dostarczenie rzetelnych informacji odbiorcom sprawozdań finansowych. Dane zawarte w tych dokumentach stanowią bowiem często podstawę podejmowania kluczowych decyzji o charakterze strategicznym czy inwestycyjnym.

Szczególną rolę w zapewnieniu wiarygodności dostarczanych przez rachunkowość informacji odgrywa badanie sprawozdań finansowych. Celem tego procesu jest przede wszystkim ograniczenie ryzyka podjęcia błędnej decyzji wskutek dysponowania nierzetelnymi danymi finansowymi. Z tego powodu wszystkie spółki akcyjne notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych są zobowiązane do corocznego przeprowadzenia audytu swoich sprawozdań finansowych.

Spółki te w kilka miesięcy po zakończeniu roku obrotowego publikują zaudytowane roczne sprawozdania finansowe. Ponadto w okresach kwartalnych notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych podmioty mają obowiązek publikacji danych kwartalnych, co do których obowiązek przeprowadzenia audytu nie występuje. Porównując różnice, jakie występują między sumą sprawozdań kwartalnych (niezbadanych przez biegłych rewidentów) a sprawozdaniem rocznym (uwzględniającym wprowadzone przez audyt korekty), można określić zakres wprowadzonych przez biegłych rewidentów zmian.

Różnice w poszczególnych pozycjach sprawozdania finansowego mają szczególne znaczenie dla inwestorów, lokujących swój kapitał w różnych podmiotach. Za pomocą wyceny porównawczej wykorzystują oni sprawozdania finansowe spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych do pomiaru atrakcyjności alternatywnych inwestycji. Szczególnie dla tej grupy odbiorców rzetelność sprawozdań finansowych ma istotne znaczenie. Nawet niewielkie różnice w danych finansowych spółek publicznych mogą istotnie wpłynąć na wartość wycenianej inwestycji. Dlatego za cel artykułu przyjęto ukazanie zakresu wprowadzanych przez audyt finansowy korekt sprawozdań finansowych spółek giełdowych oraz przedstawienie wpływu tych korekt na zmianę wartości wycenianych metodą porównawczą podmiotów.

## **1. Istota rachunkowości, audytu sprawozdań finansowych oraz wyceny porównawczej**

Do podstawowych zadań rachunkowości można zaliczyć przede wszystkim ustalenie wyniku finansowego, wycenę aktywów i pasywów oraz prezentację sprawozdań finansowych. Poprawne przeprowadzenie tych procesów zapewnia realizację nadrzędnej funkcji rachunkowości – informacyjnej<sup>2</sup>. Pierwsze dwa zagadnienia – ustalenie wyniku finansowego oraz wycena aktywów i pasywów – są jedną z najważniejszych i najtrudniejszych kwestii w rachunkowości. Wielkości te często stanowią podstawę podejmowania decyzji przez odbiorców informacji zawartych w sprawozdaniach

<sup>2</sup> E.A. Hendriksen (red.), *Teoria rachunkowości*, PWN, Warszawa 2002, s. 156.

finansowych. Wśród odbiorców tych można wyróżnić właścicieli danego podmiotu, potencjalnych inwestorów, kredytodawców, kontrahentów czy pracowników<sup>3</sup>.

Rzetelność informacji dostarczanych przez system rachunkowości jest szczególnie istotna dla potencjalnych inwestorów. Na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach finansowych podejmują oni kluczowe decyzje inwestycyjne. Co więcej, informacje umieszczone w rachunku zysków i strat czy bilansie jednego podmiotu mogą stanowić przesłankę do inwestycji w innym podmiocie. Taka sytuacja ma bardzo często miejsce w przypadku spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych. Dane finansowe tych spółek są nie tylko podstawą do inwestycji w te spółki, ale także wyznacznikiem atrakcyjności inwestycji w inne podmioty.

Wiarygodność danych zawartych w sprawozdaniach finansowych jest zapewniana przez wiele systemowych rozwiązań o wymiarze zarówno krajowym, jak i międzynarodowym. Jedno z najważniejszych polega na badaniu sprawozdań finansowych, nazywa się je również audytem finansowym. Cel tego procesu to zapewnienie wiarygodności sprawozdań finansowych poprzez wykrycie błędów i nieprawidłowości zawartych w księgach rachunkowych.

Głównym zadaniem audytu finansowego jest zatem zabezpieczanie wiarygodności danych finansowych prezentowanych przez uczestników rynku w celu skutecznego ograniczenia ryzyka gospodarczego i inwestycyjnego. Dane finansowe spółek publicznych mają bezpośredni wpływ na prawidłową alokację wolnych zasobów kapitałowych. Biegli rewidenci, przeprowadzający weryfikację sprawozdań finansowych, pełnią tym samym szczególną funkcję w systemie gospodarczym<sup>4</sup>.

Sprawozdania finansowe spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych oraz ich aktualny kurs akcji poprzez wycenę porównawczą są często podstawą pomiaru wartości innych podmiotów. Wycena metodą porównawczą, zwaną także mnożnikową, ze względu na swą prostotę, uniwersalność oraz rynkowy charakter jest jedną z najczęściej wykorzystywanych metod wyceny przedsiębiorstw. Obok wyceny porównawczej istnieją inne sposoby wyceny, należące do grup metod dochodowych, majątkowych i mieszanych.

Wybór metody do oszacowania wartości przedsiębiorstwa jest uzależniony przede wszystkim od dostępnych informacji ekonomiczno-finansowych oraz celu, w jakim przeprowadza się wycenę. **Metody majątkowe** opierają się na wartości księgowej kapitałów własnych i są stosowane głównie w sytuacji likwidacji bądź sprzedaży części przedsiębiorstwa; **metody porównawcze** bazują na wartości godziwej, czyli najbardziej prawdopodobnej cenie możliwej do uzyskania w danych warunkach rynkowych; zaś **metody dochodowe** pozwalają na obliczenie wartości wewnętrznej wycenianego podmiotu na podstawie prognozy generowanych przez ten podmiot przyszłych przepływów pieniężnych.

<sup>3</sup> P. Szczypa (red.), *Rachunkowość dla Ciebie. Podstawy rachunkowości*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 23.

<sup>4</sup> M. Kutera, S.T. Surdykowska, *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2009, s. 209.

Wybór metody wyceny determinuje zatem przede wszystkim cel wyceny oraz dostępność informacji niezbędnych do dokonania szacunku wartości danego przedsiębiorstwa. Na potrzeby niniejszego artykułu, w celu ukazania wpływu korekt sprawozdań finansowych wprowadzonych podczas ich audytu na wartość przedsiębiorstw, zastosowano wycenę metodą porównań rynkowych.

Mozna ją zdefiniować jako sposób wyceny wartości godziwej podmiotu dokonany na podstawie wskaźników finansowych oraz wartości rynkowej grupy podobnych podmiotów.

Podstawą metodologii tej metody jest założenie, zgodnie z którym aktualny kurs notowań spółek na rynku kapitałowym w pełni odzwierciedla ich wartość rynkową. Jak sama nazwa wskazuje, wycena metodą porównawczą polega na porównaniu wybranych wskaźników finansowych podmiotu będącego przedmiotem wyceny ze wskaźnikami finansowymi podobnych spółek notowanych na giełdzie<sup>5</sup>. Grupę spółek do porównania można wybrać wśród przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie lub innych giełdach światowych. Ponieważ wiarygodność przeprowadzonej wyceny w dużej mierze zależy od stopnia podobieństwa wycenianego podmiotu do wybranych do porównania spółek, dla przedsiębiorstw prowadzących działalność operacyjną na terenie Polski najbardziej właściwe są spółki notowane na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Na giełdzie tej, na rynku głównym oraz alternatywnym (NewConnect), notowanych jest łącznie blisko 800 spółek.

Niewątpliwie wadę zastosowania wyceny porównawczej do wyceny przedsiębiorstw stanowi konieczność dokonania wyboru grupy notowanych na giełdzie przedsiębiorstw podobnych do wycenianego podmiotu. Ponadto wycena tą metodą opiera się na aktualnej cenie rynkowej tych podmiotów, która może być zniekształcona przez cykliczne wahania czy też płynność rynku. Wykorzystanie tej metody powoduje ponadto pominięcie istotnych kwestii mogących mieć wpływ na wartość wycenianego podmiotu. Należy do nich nieuwzględnienie sposobu finansowania, przyszłych potrzeb inwestycyjnych czy zysków z przeszacowania wartości.

Największą zaletą metody porównawczej jest prostota oraz szybkość jej zastosowania, a także wykorzystanie do wyceny ogólnie dostępnych informacji. Ponadto wykorzystanie metody porównawczej powoduje uwzględnienie aktualnej sytuacji rynkowej oraz majątkowo-finansowej głównych konkurentów wycenianego podmiotu. Zalety te powodują, że wycena porównawcza jest najczęściej wykorzystywaną metodą do wyceny przedsiębiorstw.

Wyżej wymienione wady metody porównawczej z punktu widzenia celu artykułu nie są istotne. Zastosowanie tej metody w niniejszej pracy nie miało na celu ukazania rzeczywistej wartości wycenianego podmiotu, a jedynie wpływ korekt sprawozdań finansowych innych przedsiębiorstw na jego wartość.

Na poszczególne etapy przeprowadzenia wyceny metodą porównawczą składają się:

<sup>5</sup> W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe, metody ilościowe*, t. 1, Placet, Warszawa 2001, s. 223.

- zebranie informacji o wycenianym podmiocie,
- wyselekcjonowanie podobnych spółek,
- określenie okresów, z których pochodzą dane finansowe,
- wybór wskaźników,
- ustalenie metody oszacowania syntetycznych wskaźników reprezentujących wybraną grupę spółek,
- ustalenie wag dla poszczególnych wskaźników,
- określenie wielkości dyskonta względem wybranej grupy spółek,
- wycena wartości rynkowej danego podmiotu.

W celu odpowiedniego wyselekcjonowania spółek będących bazą porównawczą należy dokładnie zapoznać się z podmiotem będącym przedmiotem wyceny. Kluczowe z punktu widzenia dokonania odpowiedniej selekcji podmiotów do porównania są informacje dotyczące:

- przedmiotu działalności,
- aktualnego stadium rozwoju,
- danych finansowych,
- planów strategicznych.

Grupę spółek porównywalnych należy dobrać wśród przedsiębiorstw działających w podobnej branży, dostarczających produkty lub usługi do podobnych odbiorców, konkurujących z podobnymi przedsiębiorstwami. Notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych spółki często prowadzą złożoną działalność operacyjną. Na ich aktualną wartość mogą zatem wpływać perspektywy rozwoju innej branży niż ta, w której działa wyceniany podmiot. Grupę porównawczą należy zatem dobrać tak, by tworzyły ją spółki prowadzące działalność w jednym segmencie rynku, o podobnych charakterystykach jak branża, w której działa podmiot będący przedmiotem wyceny.

Niemniej ważnym kryterium wyboru spółek do porównań jest ich aktualne stadium rozwoju. Na rynku kapitałowym są również notowane spółki dopiero rozwijające swą działalność operacyjną (tzw. startupy). Ich wartość rynkowa wynika przede wszystkim z prognoz wyników, jakie dana spółka zamierza zrealizować w przyszłości, a nie wyników, jakie aktualnie osiąga.

Innym ważnym aspektem doboru spółek porównywalnych są dane finansowe charakteryzujące ich działalność. Aby rzetelnie dobrać grupę spółek porównywalnych, należy wziąć pod uwagę w szczególności:

- wielkość przychodów generowanych z działalności podstawowej,
- realizowany wynik finansowy,
- wartość kapitałów własnych.

Ważnym kryterium wyboru spółek do porównania jest ich wielkość. Najlepszy miernik rozmiaru przedsiębiorstwa stanowi wielkość generowanych przez nie przychodów z podstawowej działalności. Duże podmioty powinny być porównywane ze spółkami o podobnych rozmiarach. Należy jednak zwrócić uwagę na prawidłowe określenie wielkości przychodów z działalności podstawowej.



Inną ważną pozycją rachunku wyników jest zrealizowany wynik finansowy. Wycena metodą porównawczą powinna być stosowana tylko dla podmiotów, które w minionym okresie lub w najbliższych latach planują zrealizować zysk. Podmioty te z kolei można porównać jedynie ze spółkami, które również generują dodatni wynik finansowy netto.

Kolejną ważną informacją finansową, na którą należy zwrócić uwagę przy doborze spółek do grupy porównawczej, jest ich bilansowa wartość kapitałów własnych. Wartość ta przedstawia wielkość aktywów netto danej spółki, czyli zaangażowanego majątku pomniejszonego o zobowiązania i rezerwy na zobowiązania. Wielkość kapitałów własnych wyznacza księgową wartość majątku danego przedsiębiorstwa i powinna być zbliżona do wartości kapitałów własnych wycenianego podmiotu.

Dobierając grupę porównawczą, należy zwrócić szczególną uwagę na zakładane plany strategiczne wybranych spółek. Może się zdarzyć sytuacja, w której jedna z wybranych do porównania spółek zamierza podjąć aktywność na innym niż obecnie rynku i w konsekwencji realizować zyski w ramach działalności charakteryzującej się innymi perspektywami wzrostu i ryzykiem.

Po wyselekcjonowaniu spółek do porównań, w kolejnym etapie procesu wyceny należy wybrać okresy, z których będą pochodzić dane finansowe, oraz wybrać odpowiednie wskaźniki. Wycenę porównawczą najczęściej sporządza się na bazie danych finansowych aktualnych na dzień wyceny. Spółki notowane na giełdzie, zarówno na rynku głównym, jak i alternatywnym, mają obowiązek publikacji kwartalnych sprawozdań finansowych, sprawozdań półrocznych oraz rocznych. Jeżeli do porównania zostaną wyznaczone wskaźniki oparte na danych bilansowych, np. na kapitałach własnych, należy wziąć pod uwagę ich wielkość prezentowaną w ostatnim sprawozdaniu finansowym, natomiast wartości z rachunku zysków i strat powinny obejmować okres ostatnich czterech kwartałów.

Ponieważ z punktu widzenia potencjalnej inwestycji większą wartość informacyjną mają prognozy finansowe niż dane historyczne, budowa wskaźników do porównań opartych na planowanych wynikach spółki jest bardziej miarodajna. Niestety, ponieważ polskie regulacje nie wymagają od spółek giełdowych publikacji prognoz finansowych, przeprowadzenie wyceny porównawczej bazującej na danych prognozowanych jest w praktyce niemożliwe do przeprowadzenia.

W praktyce przy wycenie podmiotów metodą porównań rynkowych wykorzystuje się do pięciu wskaźników. Najbardziej popularne z nich to<sup>6</sup>:

- P/E – kapitalizacja rynkowa/zysk netto,
- P/EBITDA – kapitalizacja rynkowa/(zysk operacyjny + amortyzacja) przypadające na jedną akcję,
- P/BV – kapitalizacja rynkowa/wartość kapitału własnego,

<sup>6</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2007, s. 159.

- P/S – kapitalizacja rynkowa/przychody ze sprzedaży,
- P/EBIT – kapitalizacja rynkowa/zysk operacyjny,
- P/CF – kapitalizacja rynkowa/przepływ pieniężny przypadający.

W liczniku każdego wskaźnika znajduje się wielkość kapitalizacji rynkowej, obliczona jako iloczyn liczby akcji z dnia wyceny oraz ich aktualnej ceny rynkowej. O ile wyznaczanie liczby akcji jest obiektywne, o tyle oszacowanie aktualnej ich ceny rynkowej może być przeprowadzone przy użyciu różnych metod. Najczęściej kurs akcji do wyceny porównawczej wyznacza się na poziomie aktualnego na dzień wyceny kursu zamknięcia akcji danej spółki lub średniej ceny wyznaczonej na podstawie kilkunastu dni poprzedzających dzień wyceny.

W przypadku gdy wyceniany podmiot ma znaczne zadłużenie, zamiast kapitalizacji rynkowej do wyznaczenia danego wskaźnika można wykorzystać miernik wartości przedsiębiorstwa. Wielkość ta jest sumą kapitalizacji rynkowej powiększonej o zobowiązania odsetkowe i pomniejszonej o środki pieniężne danej spółki. W przypadku zastosowania tej metody budowy wskaźników, po wyznaczeniu wartości przedsiębiorstwa wycenianego podmiotu należy odjąć wielkość jego oprocentowanych zobowiązań oraz dodać wartość środków pieniężnych, by otrzymać rynkową wartość wycenianego podmiotu.

Aby wycena porównawcza była wiarygodna, należy zastosować minimum dwa wskaźniki dla co najmniej trzech spółek. Ze sporządzonej w ten sposób macierzy wskaźników należy wyznaczyć dla każdego rodzaju wskaźnika jego syntetyczną wartość (sporządzoną na podstawie wielkości danego wskaźnika, obliczonej dla każdej ze spółek). Syntetyczną wartość wyznacza się najczęściej za pomocą mediany lub średniej wartości danego wskaźnika dla każdej z wybranych spółek. W dalszej kolejności każdemu ze wskaźników przyporządkowuje się wagi. W praktyce największe wagi przypisuje się wskaźnikom zbudowanym na podstawie danych wynikowych, np. P/E, P/EBIT, P/EBITDA, a mniejsze wskaźnikom P/CF czy P/BV.

Wartość rynkową wycenianego podmiotu wyznacza się poprzez zsumowanie iloczynów poszczególnych wskaźników i odpowiadających im wielkości finansowych danego podmiotu. W praktyce od uzyskanego wyników często odejmuje się dyskonto z tytułu braku płynności. Potencjalny inwestor, wyceniając dany podmiot, będzie oczekiwał premii w związku z brakiem możliwości szybkiego i taniego zbycia zakupionych akcji bądź udziałów. Taką możliwość inwestor miałby, nabywając akcje spółek notowanych na giełdzie. Dyskonto to wynosi najczęściej od 10% do 20% wartości uzyskanej za pomocą metody porównań rynkowych.

Zaletami metody porównawczej są jej prosty i szybki sposób przeprowadzenia, uniwersalność oraz rynkowy charakter. Wadą jest z kolei możliwość dokonania znacznych niedoszacowań lub przeszacowań wynikających z wykorzystania do wyceny wskaźników wybranej grupy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Taka sytuacja może wynikać z tymczasowych wahań tych wskaźników, na które może nie mieć wpływu aktualna sytuacja ekonomiczna notowanych na giełdzie przedsiębiorstw.



## 2. Badanie empiryczne

Wskaźniki wykorzystywane w wycenie porównawczej powinny być sporządzone na podstawie rocznych danych finansowych poprzedzających dzień wyceny. Spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych, zarówno na rynku głównym, jak i alternatywnym, mają obowiązek publikacji kwartalnych sprawozdań finansowych, sprawozdań półrocznych oraz rocznych.

Jeżeli okres czterech kwartałów poprzedzających dzień wyceny obejmuje okres całego roku obrotowego danej spółki, bardziej właściwym sprawozdaniem finansowym, będącym źródłem danych finansowych wykorzystywanych do wyceny, jest sprawozdanie roczne. Co prawda dokument ten jest publikowany nieco później niż sprawozdanie kwartalne, jednak zawarte w nim dane są zbadane i zatwierdzone przez biegłych rewidentów przeprowadzających audyt sprawozdań finansowych w danej spółce. W wyniku korekt wprowadzonych przez audyt dane roczne mogą różnić się od sumy danych kwartalnych, co może mieć istotny wpływ na wartość wyceny.

Na potrzeby niniejszego artykułu porównano kwartalne i roczne sprawozdania finansowe 176 losowo wybranych spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych. W grupie wybranych podmiotów znalazły się podmioty z 37 branż. Różnice między sprawozdaniem rocznym a sprawozdaniem zbudowanym na podstawie danych kwartalnych wystąpiły w przypadku 68 spółek. W tabeli 1 przedstawiono grupę tych charakteryzujących się największymi różnicami. Różnice przedstawiono w wartościach bezwzględnych, jako stosunek korekty wprowadzonej przez audyt do danych podstawowych (sprawozdań kwartalnych).

Tabela 1. Grupa notowanych na GPW spółek charakteryzująca się największymi różnicami między danymi zawartymi w sprawozdaniach kwartalnych i sprawozdaniu rocznym

Spółka	Branża	Przychody	EBIT	Zysk netto	Kapitały własne
DGA SA	Inne niefinansowe	0%	116%	0%	0%
Kruk SA	Finanse – inne	40%	56%	46%	45%
Koelner SA	Przemysł metalowy	0%	0%	88%	0%
Kredyt Bank SA	Banki	0%	6%	23%	0%
ERG SA	Przemysł tworzyw sztucznych	1%	30%	18%	2%
ED Invest SA	Deweloperzy	21%	28%	18%	0%
Eurocash	FMCG	23%	0%	0%	0%
PBG SA	Budownictwo	0%	34%	0%	0%
Protektor SA	Przemysł lekki	0%	18%	0%	0%
Telforceone SA	Handel hurtowy	0%	0%	2%	0%

Źródło: opracowanie własne

Wielkość różnic między danymi finansowymi obliczonymi na podstawie sprawozdań kwartalnych a danymi zawartymi w zbadanym przez audyt sprawozdaniu rocznym stanowi miernik wpływu wprowadzonych przez audyt korekt na ostateczne sprawozdania finansowe. W celu ukazania wpływu wprowadzonych przez audyt korekt na decyzje inwestorów przeprowadzono wycenę porównawczą hipotetycznego podmiotu na bazie wskaźników finansowych wybranych spółek.

Wycenę porównawczą przeprowadzono z wykorzystaniem następujących wskaźników finansowych:

- P/S – kapitalizacja rynkowa/przychody ze sprzedaży,
- P/EBIT – kapitalizacja rynkowa/zysk operacyjny,
- P/E – kapitalizacja rynkowa/zysk netto,
- P/BV – kapitalizacja rynkowa/wartość kapitału własnego.

Dla pierwszych trzech wskaźników przyjęto wagi na poziomie 30%, a dla wskaźnika P/BV – 10%. Wycenę przeprowadzono dla spółki AAA z branży usługowej, charakteryzującej się następującymi danymi finansowymi na koniec 2011 r.:

- przychody ze sprzedaży – 31 188 tys. zł,
- zysk z działalności operacyjnej – 2 336 tys. zł,
- zysk netto – 2 205 tys. zł,
- kapitały własne – 19 772 tys. zł.

Poziom wskaźników oraz wyniki wyceny przeprowadzonej zgodnie z powyższymi założeniami przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Różnice w wycenie metodą porównań rynkowych spółek notowanych na GPW w zależności od źródła danych finansowych. Dane za 2011 r. (w tys. zł)

Spółka	Branża	Sprawozdanie kwartalne	Sprawozdanie roczne	Różnica
DGA SA	Inne niefinansowe	18 987	-37 279	-56 266
Kruk SA	Finanse – inne	36 974	66 048	29 073
Koelner SA	Przemysł metalowy	14 499	38 272	23 773
Kredyt Bank SA	Banki	184 365	193 241	8 876
ERG SA	Przemysł tworzyw sztucznych	12 458	15 415	2 958
ED Invest SA	Deweloperzy	8 794	10 907	2 113
Eurocash	FMCG	43 136	42 435	-701
PBG SA	Budownictwo	8 004	7 417	-587
Protector SA	Przemysł lekki	48 617	48 080	-537
Telforceone SA	Handel hurtowy	21 822	22 297	475

Źródło: opracowanie własne

Uzyskane wyniki wyceny znacznie różnią się od siebie. Należy jednak zaznaczyć, że wycena została dokonana wyłącznie w celu ukazania wpływu korekt wprowadzonych przez audyt sprawozdań finansowych. W praktyce podmiot należałoby wycenić na podstawie średniej lub mediany wskaźników spółek porównywalnych.

### Zakończenie

Rzetelność przedstawionych w sprawozdaniu finansowym danych ma kluczowe znaczenie dla wypełnienia nadrzędnej funkcji rachunkowości – informacyjnej. Z kolei instytucja audytu sprawozdań finansowych jest gwarancją wiarygodności zawartych w nich informacji. Duże znaczenie udziału biegłych rewidentów w sprawozdawczości finansowej potwierdzają przeprowadzone badania empiryczne, które wykazały znaczne różnice między danymi finansowymi zamieszczonymi w sprawozdaniach kwartalnych spółek giełdowych a tymi zawartymi w zbadanych przez audyt sprawozdaniach rocznych.

Znaczną grupę odbiorców sprawozdań finansowych stanowią inwestorzy, którzy wykorzystują dane finansowe spółek publicznych przy podejmowaniu decyzji o alokacji swych kapitałów. Wyniki przeprowadzonych na potrzeby niniejszego artykułu wycen porównawczych wykazują znaczne różnice w wycenie hipotetycznego podmiotu w zależności od źródła wykorzystywanych w wycenie danych. Należy zatem uznać słuszność tezy o konieczności przeprowadzenia wyceny na bazie rocznych danych finansowych, których wiarygodność została potwierdzona audytem źródłowych sprawozdań finansowych.

### Bibliografia

1. Hendriksen E.A. (red.), *Teoria rachunkowości*, PWN, Warszawa 2002.
2. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2007.
3. Kutera M., Surdykowski S.T., *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2009.
4. Tarczyński W., *Rynki kapitałowe metody ilościowe*, t. 1, Placet, Warszawa 2001.
5. Szczypa P. (red), *Rachunkowość dla Ciebie. Podstawy rachunkowości*, CeDeWu, Warszawa 2008.

### **The impact of the audit of financial statements on enterprises value estimated using the market comparison method**

This article presents the essence of accounting as an information system used for users to make economic decisions. The important role played by the audit of financial statements in ensuring the

implementation of the main accounting functions – information function, was stressed. Furthermore, the comparative evaluation methodology was presented.

The research that was published in this article shows the difference between contained in quarterly financial reports data of companies listed on the Stock Exchange in Warsaw and data contained in their annual reports, that are audited. It also shows the impact of the reported difference on the value of a sample company determined by the comparative evaluation method.