

Michał Pachowski

Użyteczność sprawozdawczości finansowej w procesie wyceny rynkowej spółek akcyjnych

Problemy Zarządzania 9/4 (2), 56-74

2011

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.

Użyteczność sprawozdawczości finansowej w procesie wyceny rynkowej spółek akcyjnych

Michał Pachowski

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie problematyki związku wartości rynkowej z wynikami finansowymi spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analiza teoretyczna została podparta przeprowadzonym autorskim badaniem empirycznym wykorzystującym współczynnik korelacji liniowej. Niniejszy artykuł jest jedynie częścią szerszego badania obejmującego swoim zakresem ponad 100 spółek notowanych na parkiecie warszawskiej giełdy na przestrzeni lat 2000–2009.

1. Wstęp

Ostatnie dwie dekady dla polskiej gospodarki upłynęły pod znakiem dynamicznego rozwoju. Staliśmy się mimowolnymi świadkami wielkich zmian w sposobie myślenia o działalności gospodarczej, jak również o samym przedsiębiorstwie. W latach 2000–2009 zostało zarejestrowanych ponad pół miliona (GUS 2010: 494) nowych podmiotów gospodarczych, z czego blisko 120 tys. stanowiły spółki handlowe. Ten istny boom przedsiębiorczości był motywowany nie tylko chęcią poprawy statusu majątkowego właścicieli poprzez pracę na własny rachunek, ale także uzyskaniem stałego miejsca zatrudnienia i realizacji własnych ambicji. Dziś na firmy patrzymy jednak z dużo szerszej perspektywy, którą jest wartość, jaką one generują dla właścicieli. Najbardziej widoczną oznaką wskazanych zmian jest dynamiczny rozwój rynków kapitałowych.

Na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat na parkiecie warszawskiej giełdy zadebiutowało kilkaset nowych przedsiębiorstw zarówno krajowych, jak i zagranicznych. W pierwszym kwartale 2011 r. można było nabyć akcje blisko 407 spółek, a w kolejnych trzech kwartałach planowany jest debiut przeszło 32 kolejnych¹. Tak szeroka oferta walorów pozwala potencjalnym inwestorom dokonać optymalnego wyboru zgodnego z własnymi oczekiwaniami. Każdy inwestor angażujący się w obrót giełdowy jest głęboko przekonany, że kupno akcji danej spółki w określonym czasie przyniesie mu zakładane korzyści ekonomiczne. Korzyść ta może być rozumiana w sposób bezpośredni, jak i pośredni. Bezpośrednią korzyścią ekonomiczną może być dla

inwestora udział w wypracowanym zysku netto. Pośrednią metodą uzyskania korzyści ekonomicznych jest potencjalny wzrost wartości akcji danego przedsiębiorstwa. O ile dywidenda wypłacana jest raz do roku, o tyle cena akcji może podlegać wahaniom znacznie częściej. Zmiany te są efektem występowania naturalnych mechanizmów samoregulacji rynków wynikających z równoważenia się popytu z podażą. Zarówno kupujący, jak i sprzedający, podejmując swoje decyzje, uważają, iż postępują na daną chwilę racjonalnie i słusznie. Dlatego też rozpoznanie informacji, na podstawie których inwestorzy podejmują decyzje, jest kluczem do poznania kierunku zmian cen akcji spółek giełdowych.

Pierwszą próbą identyfikacji problemów związanych z rynkami regulowanymi była praca napisana w 1900 r. przez Louisa Bacheliera, francuskiego matematyka z Sorbony, który zaprezentował koncept „błądzenia losowego” (*random walk*). Spozrzegł on, że przewidywana stopa zwrotu dla inwestorów spekulacyjnych wynosi zero, gdyż ceny na rynkach kształtują się w sposób losowy – gra sprawiedliwa. Istotnym punktem zwrotnym we współczesnym postrzeganiu problemu błądzenia losowego cen akcji była zaprezentowana przez Eugena Fama w 1970 r. jedna z najważniejszych teorii rynków kapitałowych – teorii rynków efektywnych (*efficient markets theory*). Zakładała on, że rynek, na którym funkcjonują racjonalni inwestorzy, dyskontuje w aktualnej cenie akcji wszelkie informacje pochodzące zarówno ze spółki, jak i z jej otoczenia. Istotny jest jednak fakt, że zaprezentowane założenie może być uznane za spełnione jedynie przy występowaniu kilku podstawowych warunków (Czekaj, Woś, Tarnowski 2001: 32):

- liczba uczestników giełdowych jest nieskończona, a ich motywem wspólnym jest dążenie do maksymalizowania zysku w tym samym horyzoncie czasowym,
- brak jest kosztów dokonywanych transakcji,
- występuje ogólna dostępność informacji dla wszystkich uczestników rynku (bez dodatkowych opłat, w tym samym czasie),
- występuje pełna zgodność uczestników giełdowych co do wpływu nowych informacji na aktualną cenę akcji).

Bardzo trudno jest w praktyce spełnić wszystkie zaprezentowane warunki. Jak wskazali w swoich pracach S. Grossman i J.E. Stiglitz, z powodu występowania kosztów dostępu do informacji rynkowych ceny akcji spółek nie mogą efektywnie reagować na pojawiające się wiadomości (Grossman i Stiglitz 1980: 405). Gdyby jednak nastąpiła hipotetyczna sytuacja efektywnego rynku, to inwestorzy, którzy ponosili koszty uzyskania dostępu do nowych informacji, nie uzyskiwaliby odpowiedniej bonifikaty w cenie akcji. Tym samym, z punktu widzenia inwestorów niekorzystne jest występowanie pełnej efektywności rynku, gdyż nie pozwala ona zrównoważyć wszystkich poniesionych kosztów dokonywanych transakcji kupna i sprzedaży z przychodami. Dlatego też przyjmuje się, że realnie funkcjonujące rynki giełdowe mają formę jedynie częściowej efektywności, co potwierdzają testy empiryczne

wykorzystujące modele CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)² ze skategoryzowanym zakresem dostępnych informacji o spółkach – system informacyjny.

E. Fama wskazał w swojej pracy na występowanie trzech wersji efektywności rynku: słabej, półsilnej oraz silnej, które różnią się ze względu na dostępność danych wykorzystywanych w procesie wyceny.

Pierwsza z zaprezentowanych form (WEH – *Weak Efficiency Hypothesis*) koncentruje się na wycenie instrumentów finansowych na podstawie danych historycznych. Innymi słowy, wszelkie dotychczas opublikowane informacje ze spółek, w tym dane sprawozdawcze, powinny zostać zdyskontowane w aktualnej cenie akcji. Patrząc na wskazaną sytuację w kontekście zaproponowanego tematu pracy, przy słabej efektywności rynku istnieje możliwość identyfikacji wpływu publikacji sprawozdań finansowych na wycenę rynkową spółek akcyjnych.

Forma druga zwana półsilną (SSEH – *Semi-Strong Efficiency Hypothesis*) wskazuje na uwzględnienie w cenach akcji wszelkich dostępnych informacji bieżących. Tym samym, aktualny kurs walorów jest odzwierciedleniem bieżących i historycznych informacji. Zakres uwzględnianych w procesie wyceny danych jest zatem znacząco szerszy niż w przypadku formy słabej efektywności. Wraz z danymi bieżącymi pojawiają się bardzo szeroka grupa informacji niefinansowych, niepoddających się prostej kwantyfikacji. Wiadomości bieżące o zmianach w składzie zarządu spółki, przyjęciu nowej strategii rynkowej czy też kończącym się procesie restrukturyzacyjnym mogą jednak w równie silny sposób wpływać na cenę akcji jak publikacja sprawozdań finansowych. Rynek cechujący się wskazaną formą efektywności nie zostanie uwzględniony w procesie badawczym niniejszego opracowania z racji faktu występowania bardzo szerokiej grupy czynników determinujących wartość rynkową. Uniemożliwiłoby to wyodrębnienie jedynie tych danych, które bezpośrednio pochodzą ze sprawozdań finansowych, co jest tematem niniejszej koncepcji. Przy istotnym statystycznie udowodnieniu występowania na polskim rynku efektywności półsilnej zaproponowany przez autora proces badawczy byłby nieskuteczny.

Ostatnia z prezentowanych przez E. Fama form efektywnego rynku (SEH – *Strong Efficiency Hypothesis*), zakłada że inwestorzy wyceniają instrumenty finansowe przy wykorzystaniu wszelkich dostępnych informacji historycznych, bieżących oraz poufnych, zarezerwowany dla osób związanych z organizacją (*insiders*). Dlatego też aktualna cena akcji jest najdokładniejszym odzwierciedleniem działalności finansowej oraz pozafinansowej organizacji. Podobnie jak w przypadku efektywności półsilnej, zakres czynników uwzględnianych w procesie wyceny spółek jest zbyt szeroki i nie umożliwia poprawnego przeprowadzenia procesu badawczego. Dlatego też przy stwierdzeniu występowania pełnej efektywności na polskim rynku regulowanym zaproponowana koncepcja opracowania nie byłaby właściwa.

Dotychczasowe badania efektywności rodzimego rynku giełdowego ograniczone były przez relatywnie młody wiek Giełdy Papierów Wartościowych

w Warszawie. Pierwszym większym ujęciem analitycznym była praca J. Czeka, M. Wosia i J. Żarnowskiego, którzy na podstawie analizy efektywności dziennych notowań spółek warszawskiej giełdy w latach 1994–2000 wykazali, że w badanym okresie występowały zarówno przypadki teoretycznej słabej efektywności rodzimego rynku (Czekaj, Woś i Żarnowski 2001: 159), jak i nieistotne statystycznie okresy nieefektywności. Podobne wyniki osiągnęli J. Brzeszczyński i R. Kelm (2008) badający spółki notowane na GPW w latach 1991–2000. Innymi słowy, analizy pierwszych lat funkcjonowania warszawskiej giełdy, potwierdziły występowanie słabej efektywności rynku oraz nieistotnej statystycznie czasowej nieefektywności, wynikającej z relatywnie młodego wieku rynku. Badania obejmujące późniejsze lata, wskazywały na brak podstaw do odrzucenia hipotezy zakładającej występowanie słabej efektywności rynku – praca A. Szyszki (Szyszka 2003). Również M. Mucha w swojej pracy przetestował spółki notowane na przestrzeni lat 1995–2005, wskazując na brak podstaw do odrzucenia hipotezy o występowaniu słabej efektywności rynku dla długiego okresu badawczego (Mucha 2009: 108). W średnim i krótkim okresie ceny akcji kształtowały się w sposób, który pozwalał na osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków. Autor jednoznacznie wskazał, że „warszawska Giełda Papierów Wartościowych nie jest rynkiem efektywnym w krótkim i średnim okresie” (Mucha 2009: 107).

Bazując na przedstawionych badaniach polskich naukowców, można stwierdzić, że istnieje możliwość przewidzenia pewnych zmian cen akcji, wynikających z występowania w długim okresie słabej efektywności rynku. Tym samym powstaje możliwość postawienia zasadniczego pytania, które czynniki historyczne oddziałują na cenę akcji i czy istnieje możliwość oszacowania siły ich wpływu. Identyfikacja tych czynników byłaby użyteczna przede wszystkim dla celów zarządzania, gdyż koncentrowałaby uwagę menadżerów na tych danych historycznych, które w największym stopniu przyczyniają się do wzrostu wartości całej organizacji.

Zbiór publikowanych przez spółki giełdowe danych historycznych jest w sposób naturalny ograniczony standaryzacją systemu informacyjnego. Osoby zarządzające organizacjami mogą wykorzystywać do celów komunikowania się z rynkiem dwie podstawowe grupy informacji: finansowe oraz niefinansowe. Czynniki niefinansowe koncentrują się na przekazywaniu wiadomości związanych z ogólną charakterystyką działalności przedsiębiorstwa. Podstawową cechą tych informacji jest brak możliwości ich skwantyfikowania oraz bezpośredniego porównywania. Informacje o charakterze finansowym są pod tym względem zasadniczo odmienne.

Zgodnie z założeniami koncepcyjnymi Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej dane o charakterze finansowym zawarte w sprawozdaniach spółek powinny być co do zasady: zrozumiałe, przydatne, wiarygodne i porównywalne. Użytkownicy sprawozdań, tj. w głównej mierze inwestorzy oraz kredytodawcy, powinni z łatwością rozumieć zapisane dane finansowe, a następnie wykorzystać je w procesie podejmowania decy-

zji. Przydatność danych sprawozdawczych jest definiowana bezpośrednio jako ich użyteczność przy ocenie przyszłych, teraźniejszych i przeszłych zdarzeń zachodzących w organizacji. Ponadto, aby dane były użyteczne, muszą być one wiarygodne, czyli wiernie odzwierciedlać sytuację finansową spółki, a także porównywalne ze sobą, to znaczy sporządzone na podstawie tych samych zasad prezentacji i wyceny. Tym samym można wykazać, że podstawową cechą danych sprawozdawczych wskazaną w założeniach koncepcyjnych MSSF powinna być ich użyteczność dla użytkowników. Wszystkie pozostałe zasady powinny wpływać na poprawę przydatności informacji o charakterze finansowym. Z racji faktu, że dane sprawozdawcze powinny być użyteczne przede wszystkim w procesie podejmowania decyzji, to powinny one również wspierać proces wyceny spółek i w sposób pośredni wpływać na bogacenie się akcjonariuszy. Dlatego też w kontekście tak przedstawionego problemu zasadne staje się pytanie, czy dane sprawozdawcze są użyteczne w procesie wyceny spółek giełdowych, zakładając że na podstawie przedstawionych wyników badań empirycznych polski rynek giełdowy cechuje się słabą efektywnością.

Czy menedżerowie spółek są w stanie poprzez swoją działalność wpływać na wycenę rynkową zarządzanych organizacji? Jeśli potwierdzone zostałoby występowanie takiego powiązania, to warto wykazać, które dane finansowe wykorzystywane są z procesie wyceny organizacji, a które nie mają istotnego wpływu.

Czy istnieje możliwość wykazania dodatkowego zróżnicowania między użytecznością danych sprawozdawczych w zależności od sytuacji ekonomicznej gospodarki – okres kryzysu i prosperity? Jeśli nie udałoby się wskazać na występowanie powiązania między danymi sprawozdawczymi a bieżącą wyceną spółek, to tak uzyskane wyniki stanowiłyby przyczynek do dyskusji na temat podstawowych zasad, na podstawie których stworzony został cały system sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw.

W kontekście tak postawionych pytań została stworzona hipoteza główna niniejszego opracowania: *Użyteczność danych sprawozdawczych w procesie wyceny spółek notowanych na GPW w Warszawie jest uzależniona od sytuacji rynkowej*. Do udowodnienia niniejszej hipotezy zostało wykorzystane badanie statystyczne, przy zastosowaniu metody analizy korelacji liniowej Pearsona. Analizie poddano dane sprawozdawcze zamieszczone w kwartalnych sprawozdaniach finansowych jednostkowych publikowanych przez losowo wybrane spółki giełdowe notowane na przestrzeni dziewięciu lat funkcjonowania rynku regulowanego w Polsce. Spółki te wymieniono w tabeli 1.

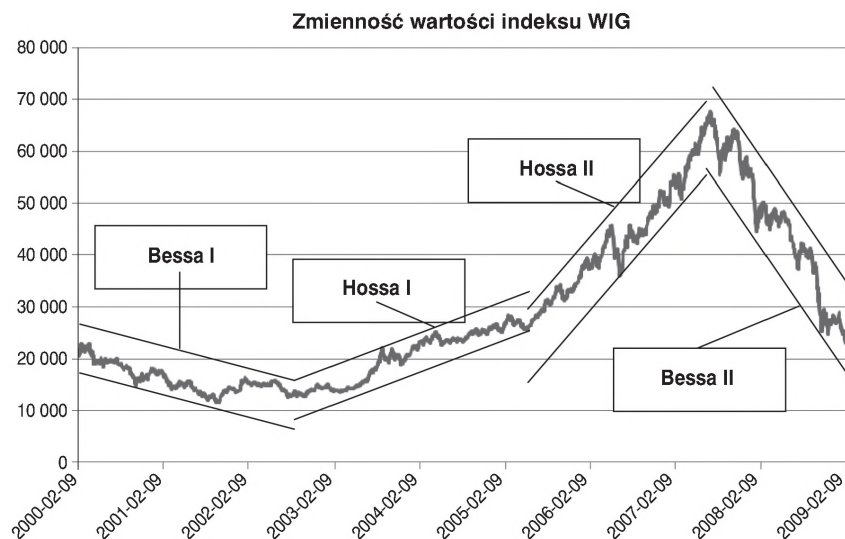
Z racji charakterystyki zmian zachodzących w gospodarce autor niniejszego opracowania uznał, iż najciekawszym okresem badawczym był czas przypadający na lata pomiędzy rokiem 2000 a rokiem 2009. Wskazany okres cechował się dużą zmiennością na rynkach regulowanych zarówno w Polsce, jak i na świecie. Miały też miejsce cztery znaczące wydarzenia, których skutki odczuwalne były na większości parkietów giełd:

- pęknięcie bańki spekulacyjnej dotcomów,
- zawirowanie na rynkach światowych po atakach z 11 września 2001 r.,
- upadek firmy Enron,
- problemy na rynku *sub-prime* w USA.

AGORA	HUTMEN	PAGED
AMICA	IMPEXMETAL	PEPEES
BORYSZEW	INDYKPOL	PGF
BUDIMEX	JUTRZENKA	PKN ORLEN
BYTOM	KABLE HOLDING	PRÓCHNIK
CENTROZAP	KĘTY	RAFAKO
CERSANIT	KGHM	ROPCZYCE
DĘBICA	KROSNO	SANOK
ECHO-INVESTMENT	KRUSZWICA	STALEXPORT
ELEKTROBUDOWA	LENTEX	STALPRODUKT
ELZAB	MENNICA	SWARZĘDZ
ENERGOMONTAŻ PŁD	MOSTOSTAL EXP.	ŚWIECIE
ENERGOMONTAŻ PŁN	MOSTOSTAL WAR.	TP SA
FARMACOL	MOSTOSTAL ZAB.	VISTULA
FERRUM	NOVITA	WILBO
FORTE	OPTIMUS	
GRAJEWO	ORBIS	

Tab. 1. Zbadane spółki giełdowe. Źródło: opracowanie własne.

Spowodowały one wystąpienie oznak paniki wśród inwestorów na rynkach światowych, która przyczyniła się do wprowadzenia giełd w stan bessy. Na krajowym rynku giełdowym zawirowania zostały odzwierciedlone po przez spadek indeksu WIG w okresach: 9 luty 2000 r.–25 lipiec 2002 r.³ oraz 6 lipiec 2007 r.–12 luty 2009 r. (rysunek 1). Między obiema fazami bessy na rynku możliwe było do odnotowania wyraźne poprawienie nastrojów inwestorskich. Został on potwierdzony znaczącymi wzrostami wszystkich indeksów warszawskiej giełdy, m.in. WIG wzrósł z wartości 12 582,38 pkt. 25 lipca 2002 r. do 67 568,51 pkt. 6 lipca 2007 r. Przyrost ten nastąpił w dwóch fazach hossy, z krótką korektą trendu na przełomie lat 2004 i 2005. Czas ten okazał się niekorzystny dla krajowej gospodarki, gdyż po akcesji do struktur Unii Europejskiej przeżyła ona chwilowe spowolnienie wzrostu gospodarczego, zwane przez niektórych analityków rynkowych „karłowatym spowolnieniem”⁴. Tym samym całe badanie będzie uwzględniać po dwa okresy bessy oraz hossy, które wystąpiły na warszawskiej giełdzie w latach 2000–2009.



Rys. 1. Zmienność wartości indeksu WIG z podziałem na fazy badawcze. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu GPWInfostrefa.pl.

Przedmiotem analizy statystycznej były kwartalne jednostkowe sprawozdania finansowe publikowane przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w całym badanym okresie. Według założeń przyjętych przez autora do badania zostały zakwalifikowane losowo wybrane przedsiębiorstwa, które uczestniczyły w obrocie giełdowym na rynku podstawowym między 9 lutym 2000 r. a 12 lutym 2009 r.

Zgodnie z przyjętą koncepcją pracy celem badania było wyznaczenie użyteczności sprawozdań finansowych w procesie wyceny rynkowej spółek. Aby go osiągnąć, autor postanowił zestawić wybrane dane finansowe publikowane przez spółki z wyceną rynkową akcji spółek z dnia publikacji sprawozdań finansowych. Wybór danych sprawozdawczych będących przedmiotem niniejszego badania został dokonany po analizie dotychczasowych wyników badań z zakresu identyfikacji oczekiwań informacyjnych uczestników rynku.

Firma Ernst & Young w 2008 r. przeprowadziła serię badań ankietowych, których celem było poznanie opinii inwestorów instytucjonalnych o czynnikach kreujących wartość rynkową spółek debiutujących na parkietach giełd światowych⁵. Przedstawiciele funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych i banków inwestycyjnych wskazali jednoznacznie, że w 60% przypadkach przy doborze spółek do portfela inwestycyjnego kierowali się danymi finansowymi, a w 40% czynnikami

pozafinansowymi. Druga grupa, do której zaliczono takie faktory, jak styl zarządzania, siła marki czy też doświadczenie kadry menadżerskiej, jest trudna do skwantyfikowania i przedstawienia w prostym schemacie mapy czynników wpływających na wartość rynkową przedsiębiorstw. Dużo bardziej racjonalna i oczywista jest natomiast pierwsza grupa, do której zaliczono czynniki finansowe będące kwantyfikowalnym obrazem sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw.

W przeprowadzonym przez firmę „Ernst & Young” badaniu, jednymi z najczęściej wskazywanych przez inwestorów instytucjonalnych danych finansowych, wpływających na wycenę rynkową przedsiębiorstw były⁶:

- wskaźnik EPS (*Earnings per Share*) – wskaźnik rynkowy określający wielkość zysku wypracowanego przez przedsiębiorstwo przypadającego na jedną akcję,
- zyskowność,
- EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) – jest to zysk przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych kredytów, podatków, deprecjacji i amortyzacji,
- wskaźnik ROE (*Return on Equity*) – zwrot z kapitału własnego,
- wskaźnik ROI (*Return on Investment*) – zwrot z inwestycji,
- przychody,
- ROA (*Return on Assets*) – wskaźnik rentowności aktywów,
- marża brutto,
- wskaźnik długu do kapitału własnego,
- wskaźnik płynności szybkiej.

J. Barton, T.B. Hansel oraz G. Pownal, na podstawie swoich badań, wskazali natomiast osiem podstawowych miar finansowych, najczęściej wykorzystywanych na świecie przez inwestorów do oceny efektywności ekonomicznej spółek⁷. Po przebadaniu blisko 20 000 podmiotów z 46 krajów w latach 1995–2005 stwierdzili, że najbardziej odpowiednim zestawem wskaźników będzie (Barton, Hansen i Pownal 2010: 754):

- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (*operating cash flows*),
- sprzedaż (*sales*),
- EBITDA,
- wynik operacyjny (*operating income*),
- wynik przed opodatkowaniem (*income before taxes*),
- wynik przed zdarzeniami nadzwyczajnymi oraz działalnością zaniechaną (*income before extraordinary items and discontinued operations*),
- wynik netto (*net income*),
- całkowite dochody ogółem (*total comprehensive income*).

W dalszej części podejścia badawczego autorzy przypisali wagi do poszczególnych miar finansowych na podstawie empirycznych analiz rynków poszczególnych krajów. Dla Polskiej gospodarki za najważniejszy wskaźnik odnoszący się do problemu wartości spółek (*value relevance*) został

uznany „wynik przed opodatkowaniem (IBTAX)”, a także ex aequo „wynik przed zdarzeniami nadzwyczajnymi oraz działalnością zaniechaną” oraz „wynik netto”. Najslabsze odwzorowanie wartości było obserwowane dla miar „sprzedaży” oraz „przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej” (Barton, Hansen i Pownal 2010: 773).

Na podstawie zaprezentowanych wyżej raportów oraz badań autor niniejszego opracowania postanowił zaproponować własne podejście do identyfikacji czynników wpływających na proces wyceny rynkowej przy uwzględnieniu polskiego systemu sprawozdawczości finansowej – Ustawy o rachunkowości oraz Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej. W myśl tego rozwiązania istotne jest poznanie wpływu na cenę akcji spółek tzw. miar pierwotnych, odpowiedzialnych za strukturę wskaźników przytoczonych w badaniu firmy Ernst & Young. Z powyższych autor wyznaczył najbardziej interesujące dane sprawozdawcze, które w następnej kolejności zostały podzielone na cztery podstawowe grupy: dane bilansowe, dane rachunku zysków i strat, dane rachunku przepływów pieniężnych. Jako oddzielna grupa zostały potraktowane zaprezentowane w raporcie firmy Ernst & Young wskaźniki finansowe. W niezmienionej formule będą one pełnić funkcję miar kontrolnych, odnosząc się bezpośrednio do wyników badań uzyskanych wprost od inwestorów instytucjonalnych.

Do danych bilansowych zostały zakwalifikowane podstawowe pozycje ze sprawozdania majątkowo-kapitałowego: suma aktywów, aktywa trwałe, rzeczowe aktywa trwałe, inwestycje długoterminowe, aktywa obrotowe, zapasy, należności krótkoterminowe, inwestycje krótkoterminowe, kapitały własne, zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, zobowiązania krótkoterminowe, zobowiązania długoterminowe.

Z rachunku zysków i strat zostały wytypowane najważniejsze pozycje określające sytuację finansową przedsiębiorstwa: przychody netto ze sprzedaży, koszty sprzedanych produktów towarów i materiałów, zysk (strata) brutto ze sprzedaży, koszty sprzedaży, koszty ogólnego zarządu, zysk (strata) na sprzedaży, zysk (strata) z działalności operacyjnej, przychody finansowe, koszty finansowe, zysk (strata) z działalności gospodarczej, zysk (strata) brutto, zysk (strata) netto, amortyzacja.

Do danych pochodzących z rachunku przepływów pieniężnych zostały wytypowane pozycje: przepływy pieniężne netto, przepływy z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.

Do ostatniej, czwartej grupy obejmującej swoim zakresem tematycznym wskaźniki finansowe zostały uwzględnione mierniki zaprezentowane w raporcie Ernst & Young, tj. EBITDA, EPS, ROA, ROE, ROI, DR (*Debt Rate*), jak również szereg pozostałych wskaźników finansowych publikowanych ze sprawozdaniami okresowymi polskich spółek, m.in. marża zysku brutto ze sprzedaży, marża zysku operacyjnego, marża zysku netto, wskaźniki rotacji należności, zapasów i zobowiązań oraz wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej.

2. Wyniki badań

Analiza korelacji liniowej wykorzystana w badaniu odnosiła się do danych bezwzględnych zapisanych w sprawozdaniach jednostkowych kwartalnych podmiotów notowanych na GPW z ich bieżącą wartością rynkową. Każda spółka została przebadana z osobna, przy wykorzystaniu funkcji statystycznych programu Excel 2007. W podsumowaniu wyniki cząstkowe zestawiono w zbiorczej tabeli odnoszącej się do konkretnego okresu.

Każda z 49 losowo wybranych spółek w całym analizowanym okresie posiadała 35 opublikowanych sprawozdań jednostkowych, z czego:

- 9 raportów przypadało na fazę bessy I,
- 11 raportów przypadało na fazę hossy I,
- 9 raportów przypadało na fazę hossy II,
- 6 raportów przypadało na fazę bessy II.

Nierozłącznym elementem tego etapu badania było testowanie istotności wyników uzyskiwanych za pośrednictwem współczynnika korelacji. W celu przeprowadzenia testu sprawdzającego, czy badane zmienne są ze sobą skorelowane, postawiono dwie hipotezy:

1. H_0 : $R = 0$ – zmienne nie są ze sobą skorelowane.
2. H_1 : $R \neq 0$ – brak podstaw do odrzucenia H_0 .

Do weryfikacji hipotez porównano otrzymane wartości t z wartością bazową $t_{\alpha/2}$ (dla poziomu istotności $\alpha = 0,05$ oraz liczby obserwacji $n = 35$). Po dokonaniu obliczeń autor ustalił, że dla odrzucenia hipotezy H_0 i tym samym stwierdzenia istotności statystycznej występującej zależności, niezbędne jest, by wartość współczynnika korelacji mieściła się w przedziale: $\langle -1, -0,33 \rangle$ i $\langle +0,33, +1 \rangle$. W przedziale $(-0,33, +0,33)$ wyniki otrzymane w toku badania nie pozwalają odrzucić hipotezy H_0 , toteż odnotowywany jest brak zależności liniowej między zmiennymi.

2.1. Badanie właściwe

Zgodnie z wcześniej zaprezentowanym podejściem, korelacja wybranych miar finansowych oraz kapitalizacji rynkowej spółek została zaprezentowana z podziałem na cztery zasadnicze grupy:

- dane bilansowe,
- dane rachunku zysków i strat,
- dane rachunku przepływów pieniężnych,
- wskaźniki finansowe.

Z racji ograniczenia pojemnościowego niniejszego opracowania zaprezentowane zostaną wyniki autorskiego badania uzyskane w toku analizy okresu hossy II.

2.2. Dane bilansowe

Pierwszą badaną grupą miar finansowych były dane pochodzące z bilansów spółek. Zgodnie z założeniami badawczymi dane uzyskane ze sprawozdań jednostkowych kwartalnych zostały przyporządkowane ze względu na

analizowany okres, a następnie zestawione z wartością rynkową spółek. Tak uzyskane wyniki zaprezentowano w tabelarycznym podsumowaniu (tabela 2), które ułatwia wyciągnięcie jednoznacznych wniosków.

Korelacja	Aktywa razem	Aktywa trwałe	Rzeczowe aktywa trwałe	Inwestycje długoterminowe	Aktywa obrotowe	Zapasy	Należności krótkoterminowe	Inwestycje krótkoterminowe	Kapitał własny	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	Zobowiązania długoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
< +0,7; +1,0 >	24	21	15	18	14	9	13	11	26	9	11	8
< +0,4; +0,7 >	9	11	10	10	13	13	12	8	8	15	9	12
< +0,33; +0,4 >	4	2	2	2	3	2	2	2	1	3	1	6
(-0,33; +0,33)	8	6	10	9	16	19	13	20	9	15	16	15
< -0,33; -0,4 >	2	2	4	2	0	1	3	0	1	1	4	1
< -0,3; -0,7 >	1	5	2	5	2	2	3	7	1	4	7	4
< -0,7; -1,0 >	1	2	6	3	1	3	3	1	3	2	1	3

Tab. 2. Korelacja wartości rynkowej spółek z wybranymi danymi bilansowymi – faza hossy II.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu GPWInfostrafa.pl.

Jak wynika z zestawienia w tabeli 2, okres od 2005 r. do 2007 r. charakteryzował się występowaniem relatywnie wysokiej korelacji miar finansowych i wartości rynkowej badanych spółek. Na uwagę zasługuje zauważalnie najwyższa zależność uzyskana odpowiednio dla analizowanych danych pozycji: aktywa ogółem, aktywa trwałe oraz kapitały własne. Na 49 przebadanych spółek przeszło 26 wykazywało silną korelację dla kapitałów własnych, a dla sumy aktywów wielkość ta była odpowiednia dla 24 podmiotów. Stanowiło to odpowiednio 53% i 49% całej analizowanej populacji. Wyniki te pozwalają jednoznacznie wskazać, że u przeszło połowy wszystkich przebadanych spółek kapitały własne oraz suma aktywów były silnie powiązane z kapitalizacją rynkową. Możliwe jest zatem twierdzenie, iż inwestorzy podejmujący decyzje zakupowe kierowali się zmiennością wartości wskazanych miar finansowych. Rozszerzając analizę o wyniki skorelowane w stopniu umiarkowanym dodatnim, otrzymujemy jeszcze bardziej ciekawe rezultaty. Wskazana już pozycja kapitałów własnych była powiązana z wartością rynkową w przypadku 34 spółek, a aktywa ogółem w przypadku 33. Stanowiło to przeszło 70% i 67% ogółu przebadanych podmiotów, tym samym potwierdzając postawioną wcześniej hipotezę.

Nie należy również zapominać o pozostałych miarach finansowych, które w sposób równie silny wykazywały skorelowanie z kapitalizacją rynkową

spółek. Wspomniane wcześniej aktywa trwałe czy też inwestycje długoterminowe lub pozycja aktywów obrotowych charakteryzowała wysokie powiązanie z wartością podmiotów w 65% i 55% przypadków. Tak wysokie zależności pozwalają jednoznacznie wskazać na zainteresowanie inwestorów miarami finansowymi zapisanymi w bilansach spółek giełdowych. Najmniej interesujące wyniki badania zostały osiągnięte przy zestawianiu wartości inwestycji krótkoterminowych z kapitalizacją rynkową. Dla niespełna 19 spółek zależność ta osiągnęła poziom umiarkowanie silnej korelacji, co stanowiło 39% badanej próby. Na uwagę zasługuje również fakt, że w przypadku 20 spółek wskazane powiązanie było albo nieistotne statystycznie, albo też uzyskane wyniki miały charakter ujemnej korelacji. Tym samym w 41% przypadków trudno jest mówić o dodatnim związku analizowanej miary z wartością rynkową. Głębsza analiza pozycji inwestycji krótkoterminowych może wykazać racjonalność podejścia inwestorów. W okresie hossy powiązanej ściśle z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego podmioty inwestują swoje środki pieniężne w działalność operacyjną, minimalizując tym samym wielkości zapisane w pozycji inwestycji krótkoterminowych. Tym samym, z punktu widzenia czysto zarządczego, trudno było się spodziewać wybitnie wysokich korelacji z wartością rynkową. Warto w tym miejscu jednak wskazać, że o ile sama pozycja krótkoterminowych inwestycji nie wykazywała zadowalających korelacji z kapitalizacją rynkową, to jednak wskaźnik płynności powinien być ciekawym dopełnieniem analizy ogólnie rozumianej sytuacji ekonomicznej podmiotów w fazie hossy.

2.3. Dane rachunku zysków i strat

Po uzyskaniu tak interesujących wyników dla grupy miar pochodzących z bilansów spółek kolejną grupą badanych wyników finansowych, zgodnie z przyjętym wcześniej podejściem, będą pozycje zapisane w rachunku zysków i strat. Podejście analityczne przy konstruowaniu podsumowującego zestawienia było tożsame z tym wykorzystanym przy sporządzaniu tabeli zawierającej pozycje bilansowe. Warto także w tym miejscu przypomnieć o wynikach badań uzyskanych przez J. Bartona, T.B. Hansela oraz G. Pownala, którzy jednoznacznie wskazali na istotność pozycji wyniku przed opodatkowaniem, jak również wyniku netto i wyniku przed zdarzeniami nadzwyczajnymi i działalnością zaniechaną w ocenie działalności przedsiębiorstw przez inwestorów.

Niestety przy analizowaniu tabeli 3, zawierającej korelacje danych pochodzących z rachunków zysków i strat oraz kapitalizacji rynkowej, nie natrafiono na równie wyraźne wyniki co w przypadku danych bilansowych. Fakt ten można tłumaczyć szczególną charakterystyką dokumentu, jakim jest zestawienie przychodowo-kosztowe. Dynamikę rachunku zysków i strat dużo trudniej jest odnieść do statycznej miary, jaką jest wartość rynkowa spółki na dany dzień. Dlatego też, spodziewanie się wysokich korelacji pozycji

kosztów sprzedaży czy też finansowych byłoby błędem. Niemniej należy zaznaczyć, że w toku badania uzyskano bardzo interesujące rezultaty dla przychodów netto ze sprzedaży oraz kosztów sprzedanych produktów towarów i materiałów. W obu przypadkach na 49 obserwowanych spółek, 14–11 wykazywało silną korelację z kapitalizacją rynkową, a poszerzając zakres powiązań do korelacji umiarkowanej, grupa ta zwiększyła się aż do 28. Stanowiło to 57% całej badanej populacji, co jest wystarczającym poziomem do wyciągania jednoznacznych wniosków. Warto także wskazać, że wyniki korelacji wskazują na pewną stabilność zależności. Przy obu tych miarach nie stwierdzono ani jednej spółki, której dane finansowe uzyskiwałyby wyniki silnie ujemnie skorelowane, a poziom umiarkowanego ujemnego skorelowania występował jedynie w dwóch przypadkach. Dlatego też można śmiało stwierdzić, że inwestorzy giełdowi uwzględniali informacje o przychodach i kosztach spółek w swoich decyzjach zakupowych. Podsumowanie to odbiega od wyników osiągniętych w toku przeprowadzonego badania przez J. Bartona, T.B. Hansela oraz G. Pownala, którzy uznali, że sprzedaż w najmniejszym stopniu wpływa na ocenę spółek.

Zaskakująco słabe wyniki korelacji z kapitalizacją rynkową przedstawiają pozycje zysku operacyjnego brutto oraz netto. Pierwszy z nich uzyskiwał umiarkowanie silne powiązanie z wartością rynkową jedynie w 19 przypadkach, co stanowiło 38% całej badanej próby. Jest to zbyt niski wynik, niepozwalający stwierdzić jednoznacznie, czy inwestorzy kierowali się tą miarą przy doborze spółek. Z kolei zysk brutto i netto był skorelowany na podobnym poziomie jedynie przy 13 i 12 spółkach (27 i 25% całej próby). Gdyby jednak przyrzeć się tym dwóm miarom finansowym szerzej, obejmując również wyniki słabej korelacji, pozwoliłoby to zwiększyć wskazaną liczbę spółek, w których występowała dodatnia korelacja, do 22. Niemniej nawet i taki zabieg nie pozwala jednoznacznie wskazać na obie miary jako czynnik determinujący decyzje inwestycyjne graczy giełdowych. Zaprezentowane podsumowanie w równie znaczącym stopniu różni się od wyników badań uzyskanych przez J. Bartona, T.B. Hansela oraz G. Pownala. Wskazali oni, że zarówno wynik przed opodatkowaniem, jak i wynik netto uznawane są przez inwestorów za najbardziej istotne w kontekście wartości spółek oraz oceny ich działalności w Polsce.

Najmniej interesujące wyniki przedstawiają pozycje przychodów i kosztów finansowych. Oba składniki rachunku zysków i strat posiadały najwięcej wyników nieistotnych statystycznie, odpowiednio dla 33 i 31 spółek, oraz ujemnie skorelowanych z wartością rynkową.

Ostateczny obraz rezultatów z badania miar finansowych rachunku zysków i strat wskazuje na istotność informacji pochodzących jedynie z części przychodów netto ze sprzedaży i kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów. Pozostałe pozycje dokumentu okazały się skorelowane z wartością rynkową spółek w stopniu niewystarczającym do jednoznacznego stwierdzenia ich roli w procesie decyzyjnym inwestorów giełdowych.

2.4. Dane rachunku przepływów pieniężnych

Rachunek przepływów pieniężnych jest uznawany przez wielu ekspertów jako podstawowe narzędzie oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Dlatego też wyniki przeprowadzonego badania mogą odpowiedzieć na pytanie, w jakim stopniu dane zapisane w *Cash Flow Statement* wpływają na wartość rynkową spółek notowanych na GPW. Wnikliwa analiza obejmująca podstawowe pozycje rachunku przepływów pieniężnych sporządzonego metodą pośrednią została oparta na wskazanym wcześniej podejściu, dzielącym cały badany okres na fazy hossy i bessy. Wyniki podejścia analitycznego zostały zawarte w syntetycznej tabeli 4.

Korelacja	Przepływy netto	Przepływy z działalności operacyjnej	Przepływy z działalności inwestycyjnej	Przepływy z działalności finansowej
< +0,7; +1,0 >	1	2	0	1
< +0,4; +0,7 >	9	8	4	4
< +0,33; +0,4 >	0	2	0	4
(-0,33; +0,33)	32	32	31	31
< -0,33; -0,4 >	2	2	3	5
< -0,3; -0,7 >	5	3	7	4
< -0,7; -1,0 >	0	0	4	0

Tab. 4. Korelacja wartości rynkowej spółek z wybranymi danymi rachunku przepływów pieniężnych – faza hossy II. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu GPWInfostrefa.pl.

Wyniki korelacji danych pochodzących z rachunku przepływów pieniężnych i kapitalizacji rynkowej są chyba największym zaskoczeniem niniejszego badania. Powszechnie uznawany za najważniejsze źródło informacji o faktycznej sytuacji finansowej przedsiębiorstw, w oczach inwestorów giełdowych nie zyskał wystarczającego uznania. Tylko w przypadku pozycji „przepływy netto” oraz „przepływy z działalności operacyjnej” można doszukiwać się minimalnej korelacji z wartością rynkową spółek w stopniu umiarkowanie silnym. Na 49 badanych przedsiębiorstwach jedynie 10 wykazywało taką tendencję, co stanowiło niespełna 20% całej zbadanej populacji. W pozostałych przypadkach należy mówić przede wszystkim o braku istotności statystycznej osiągniętej korelacji z wartością rynkową.

Przedstawione rezultaty są niejako zbieżne z ogólną oceną stawianą przepływowi pieniężnym z działalności operacyjnej w badaniu J. Bartona, T.B. Hansela oraz G. Pownala. Mimo iż autorzy miarę tą wyznaczyli spośród pełnego katalogu pozostałych zapisanych w sprawozdaniach finansowych spółek, to jednak jej znaczenie w kontekście wartości przedsiębiorstw było najmniejsze nie tylko w przypadku Polskich przedsiębiorstw. Wniosek

z badania autorskiego może zatem być tylko jeden – rachunek przepływów pieniężnych nie odgrywa znaczącej roli w kreowaniu wartości rynkowej spółek notowanych na GPW w Warszawie. Inwestorzy nie wykazują zainteresowania danymi finansowymi zapisanymi w tym dokumencie, co jest prawdopodobną przyczyną braku ich korelacji z kapitalizacją rynkową przedsiębiorstw.

2.5. Wskaźniki finansowe

Wskaźniki finansowe to jedne z najczęściej wykorzystywanych syntetycznych mierników oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Przeprowadzając tak szczegółowe badanie, obejmujące swoim zakresem dane zapisane w bilansie, rachunku zysków i strat, a także rachunku przepływów pieniężnych, nie mogło zabraknąć elementów na co dzień wykorzystywanych przez inwestorów i akcjonariuszy spółek. Zgodnie z wcześniejszymi ustaleniami do szczegółowej analizy zakwalifikowano szerokie spektrum wskaźników – od najbardziej popularnych ROE czy ROA po wskaźniki rotacji, a także EBITDA. Zgodnie z przyjętym standardem przeprowadzania badania, cały analizowany okres został podzielony na fazy hossy i bessy. W tabelarycznym zestawieniu (tabela 5) widnieją wyniki badania korelacyjnego kapitalizacji rynkowej z określonymi wskaźnikami finansowymi.

Korelacja	EBITDA	EPS	ROE	ROA	ROI	DR - zadłużenie aktywów	Rotacja należności (w dniach)	Rotacja zapasów (w dniach)	Rotacja zobowiązań (w dniach)	Wskaźnik płynności bieżącej	Wskaźnik płynności szybkiej	Marża zysku brutto ze sprzedaży	Marża zysku na sprzedaży	Marża zysku operacyjnego	Marża zysku netto
< +0,7; +1,0 >	5	5	3	4	5	5	3	3	2	9	8	5	4	6	5
< +0,4; +0,7 >	14	8	8	10	13	7	4	4	9	8	10	7	13	13	9
< +0,33; +0,4 >	3	9	6	5	1	3	0	4	0	0	0	2	1	2	4
(-0,33; +0,33)	22	23	28	27	25	17	20	20	18	21	21	24	26	22	28
< -0,33; -0,4 >	1	0	0	0	0	0	4	3	4	2	3	2	2	2	1
< -0,4; -0,7 >	4	3	2	2	4	6	15	14	11	8	5	9	3	4	1
< -0,7; -1,0 >	0	1	2	1	1	11	3	1	5	1	2	0	0	0	1

Tab. 5. Korelacja wartości rynkowej spółek z wybranymi wskaźnikami finansowymi – faza hossy II. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu GPWInfoStrefa.pl.

Po wnikliwych studiach tabel zawierających badania korelacyjne miar bilansowych, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych trudno było oczekiwać zaskakujących wyników po analizie wskaźników finansowych. Tabela 5, koncentrująca się na poznaniu relacji najbardziej popularnych miar oceny efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw z wartością rynkową, może zostać podzielona na dwie części. Pierwsza dotyczy problemu wskaźników wskazanych w badaniu firmy Ernst & Young. Zaliczane są do niej miary EBITDA, EPS, ROE, ROA, ROI, DR. Druga grupa stanowi zbiór wskaźników i miar charakterystycznych dla podejścia analitycznego spotykanego przy tworzeniu polskich sprawozdań finansowych. Koncentruje się ona na badaniu rotacji, płynności i szeroko rozumianej marży z działalności ekonomicznej spółek.

Przechodząc do prezentowanych w tabeli 5 wyników, trzeba na wstępie zaznaczyć, że nie wykazują one tak dużych korelacji, jakie miały miejsce przy analizie danych bilansowych. Niemniej można wyznaczyć pewne wskaźniki, które w wyraźny sposób podążały za zmiennością wartości rynkowej spółek. Przede wszystkim należy zwrócić uwagę na miary oceny płynności finansowej przedsiębiorstw, które w stopniu silnym były skorelowane z kapitalizacją rynkową podmiotów w 8–9 przypadkach na 49 badanych. Stanowiło to niespełna 18% całej badanej próby, niemniej przy rozszerzeniu zakresu analizy o wyniki korelacji umiarkowanej wartość ta rośnie do 37% wszystkich spółek. Nieznacznie lepsze rezultaty otrzymano dla miar marży zysku operacyjnego oraz EBITDA (niespełna 39%), a także gorsze dla wskaźników ROI i marży zysku na sprzedaży – 35% badanej próby. We wszystkich tych przypadkach osiągnęte wyniki nie pozwalały na jednoznaczne wyciągnięcie wniosków. Tym samym nie potwierdziły się rezultaty uzyskane w toku badań ankietowych firmy Ernst & Young. W polskich realiach wskaźniki finansowe nie stanowią aż tak znaczącego czynnika kreującego wartość rynkową firm. Trudno jest tym samym przewidywać, czy inwestorzy w rzeczywistości uzależniali swoje decyzje zakupowe od wartości uzyskiwanych za pośrednictwem syntetycznych wskaźników finansowych. Warto jednak zaznaczyć, że mogły one pełnić rolę uzupełniającą, gdyż w prawie 40% przypadków ich wyniki pokrywały się z wahaniami wartości rynkowej spółek.

3. Wnioski z badania

Na podstawie przeprowadzonego podejścia badawczego autor zaproponował modelową mapę czynników powiązanych z kreowaniem wartości rynkowej spółek w fazie hossy. Ważnym faktem będzie zatem określenie poziomu korelacji, od którego wskazane dane finansowe będą kwalifikowane do tworzonej mapy powiązań. Autor zaproponował podział wszystkich przebadanych miar na dwie podstawowe grupy. Pierwsza, nosząca nazwę „miar podstawowych”, będzie obejmowała dane finansowe i wskaźniki, których powiązanie z wartością rynkową spółek osiągało poziom umiarkowany

i silny dla co najmniej 50% przebadanych podmiotów. Do drugiej grupy, noszącej nazwę „miar uzupełniających”, będą kwalifikowane dane i wskaźniki finansowe skorelowane w stopniu umiarkowanym i silnym z wartością rynkową dla co najmniej 40 do 50% analizowanych spółek. Tym samym do ostatecznej mapy czynnikowej uwzględnione zostaną wszystkie te dane, które w stopniu wyraźnym były powiązane z kapitalizacją rynkową. Wynik tego podejścia został zaprezentowany w tabeli 6.

Korelacja	Miary podstawowe (50% < x)								Miary uzupełniające (40% < x < 50%)					
	Kapitał własny	Aktywa razem	Aktywa trwałe	Inwestycje długoterminowe	Przychody netto ze sprzedaży	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	Aktywa obrotowe	Rzeczowe aktywa trwałe	Należności krótkoterminowe	Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	Zapasy	Zobowiązania długoterminowe	Zobowiązania krótkoterminowe
< +0,7; +1,0 >	26	24	21	18	14	11	14	15	13	9	9	9	11	8
< +0,4; +0,7 >	8	9	11	10	14	17	13	10	12	16	15	13	9	12
< +0,33; +0,4 >	1	4	2	2	3	3	3	2	2	2	3	2	1	6
(-0,33; +0,33)	9	8	6	9	16	14	16	10	13	18	15	19	16	15
< -0,33; -0,4 >	1	2	2	2	0	2	0	4	3	2	1	1	4	1
< -0,4; -0,7 >	1	1	5	5	2	2	2	2	3	2	4	2	7	4
< -0,7; -1,0 >	3	1	2	3	0	0	1	6	3	0	2	3	1	3

Tab. 6. Korelacja wartości rynkowej spółek z wybranymi wynikami finansowymi – faza hossy II. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze spółek.

Korzystając z zestawienia czynników kreujących wartość rynkową spółek, ujętego w tabeli 6, można wskazać, że inwestorzy podejmujący decyzje zakupowe w czasie fazy hossy postępowali racjonalnie, uwzględniając w swoich ocenach poprawiającą się sytuację finansową spółek. Jednocześnie należy wskazać, że głównymi czynnikami wpływającymi na wartość rynkową przedsiębiorstw były dane zapisane w bilansie spółek, ze szczególnym wskazaniem na kapitały własne oraz sumę aktywów. Do miar podstawowych, obok wspomnianych pozycji, zostały zakwalifikowane również aktywa trwałe, inwestycje długoterminowe, aktywa obrotowe oraz rzeczowe aktywa trwałe. Można zatem wykazać, że w okresie hossy, inwestorzy przede wszystkim

uwzględniali w swoich analizach sytuację majątkową spółek. Cztery miary bilansowe na sześć wyznaczonych odnosiły się do aktywów na trwałe związanych z przedsiębiorstwem. Przychody netto ze sprzedaży oraz koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów były jedynymi pozycjami, które pochodziły z rachunku zysków i strat, drugiego pod względem istotności dokumentu sprawozdania finansowego. Miarami uzupełniającymi były przede wszystkim dane bilansowe zapisane w aktywach obrotowych oraz zobowiązaniach. Obok należności krótkoterminowych oraz zapasów występowały również: suma zobowiązań, zobowiązania krótko- i długoterminowe. Na sześć wymienionych miar pięć pochodziło właśnie z tego dokumentu, natomiast jedna – zysk brutto ze sprzedaży – z rachunku zysków i strat.

Mapa czynników fazy hossy ograniczyła się tylko do danych bilansowych oraz rachunku zysków i strat. Ze względu na zbyt słabe wyniki korelacji do niniejszego podsumowania nie zostały zakwalifikowane miary rachunku przepływów pieniężnych oraz wskaźniki finansowe. Otrzymane wyniki komentowane w świetle zaprezentowanych wcześniej rezultatów analizy ankietowej firmy Ernst & Young oraz badania J. Bartona, T.B. Hansela oraz G. Pownala wskazują, że jedynie przychody ze sprzedaży stanowią element łączący wszystkie przedstawione podejścia badawcze. Pozostałe miary finansowe, ze szczególnym uwzględnieniem syntetycznych wskaźników, nie uzyskały zadowalających rezultatów.

Informacje o autorze

Mgr Michał Pachowski – Katedra Finansów i Rachunkowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski. E-mail: mpachowski@mail.wz.uw.edu.pl.

Przypisy

- 1 Na podstawie danych z: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/gielda/ipo/?part=planowane>.
- 2 Model CAPM jest stosowany do obliczenia kosztu kapitału własnego do oceny efektywności inwestycji. Bada on zależność występującą między ryzykiem a oczekiwaną stopą zwrotu.
- 3 W badanym czasie minimalna wartość indeksu WIG została osiągnięta 3 października 2001 r. – 11 564 pkt, jednakże po okresowym wzroście indeksu do poziomu 16 311 pkt w dniu 25 stycznia 2002 r. nastąpiła korekta do poziomu 12 582 z 25 lipca 2002 r. Wahania te były następstwem kryzysu firmy Enron, dlatego też autor uznał, że punktem granicznym fazy bessy i hossy zostanie wskazana sesja, po której indeks WIG wejdzie w fazę stabilnego wzrostu wartości.
- 4 Wojciech Białek – analityk finansowy CDM Pekao SA: <http://wojciechbialek.blox.pl/html/1310721,262146,14,15.html?2,2010>.
- 5 Na podstawie tabeli 3 z raportu Ernst & Young *Top 10 IPO readiness challenges – A Measures that master global study executive summary* 2008: s. 11.
- 6 Na podstawie tabeli 3 z raportu Ernst & Young *Top 10 IPO readiness challenges – A Measures that master global study executive summary* 2008: s. 13.

- ⁷ Badanie to polegało na zestawieniu wyników poszczególnych pozycji rachunku zysków i strat ze stopą zwrotu z akcji. Rezultaty pozwoliły na wskazanie najważniejszych miar finansowych najsilniej związanych z wartością spółek.

Bibliografia

- Barton, J., Hansen, T.B. i G. Pownal 2010. Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most — and Why? *The Accounting Review*, nr 3 (85).
- Brytting, T. i C. Trollestad 2000. Managerial Thinking on Value-Based Management. *International Journal of Value-Based Management*, nr 13, s. 55–77.
- Brzeszczyński, J. i R. Kelm 2008. *Ekonometryczne modele rynków finansowych – Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, Warszawa: WIG-PRESS.
- Copeland, T., Koller, T. i J. Murrin 2000. *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies – Third Edition*, USA: John Wiley & Sons.
- Czekaj, J., Woś, M. i J. Tarnowski 2001. *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Ernst & Young 2008. *Top 10 IPO Readiness Challenges – A Measures that Master Global Study Executive Summary*.
- Grossman, S.J. i J.E. Stiglitz 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economy Review*, nr 3 (70).
- GUS 2010. *Mały Rocznik Statystyczny Polski 2010*, Warszawa: GUS.
- Mucha, M.Z. 2009. *Teoria oczekiwań – Analiza empiryczna GPW w Warszawie SA*, Warszawa: SGH.
- Nita, B. 2007. *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Szyszka, A. 2003. *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.
- Tsay, R.S. 2002. *Analysis of Financial Time Series – Financial Econometrics*, USA: John Wiley & Sons.