



Mirosław Wasilewski¹, Marta Juszczyk²

PRZYDATNOŚĆ SPRAWOZDAWCZOŚCI FINANSOWEJ DO PODEJMOWANIA DECYZJI INWESTYCYJNYCH

Wstęp

Inwestorzy, którzy działają na giełdach papierów wartościowych przy podejmowaniu decyzji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych mogą kierować się wieloma czynnikami, m.in. sytuacją w danym sektorze, ogólnym stanem gospodarki krajowej, wydarzeniami na rynkach międzynarodowych czy płynnością giełdy. Jawność i ogólna dostępność sprawozdań finansowych, emitowanych przez spółki giełdowe umożliwia inwestorom dokonanie analizy finansowej wybranych przedsiębiorstw i sformułowanie na ich podstawie wniosków, na których mogą oni również opierać swoje decyzje inwestycyjne. Informacje księgowe odgrywają istotną rolę w gospodarkach rynkowych. Z jednej strony pozwalają dostawcom kapitału, tj. akcjonariuszom i wierzycielom, na ocenę możliwości zwrotu kapitałów przed jego zainwestowaniem. Z drugiej, umożliwiają dostawcom kapitału monitorowanie wykorzystania ich kapitału już zainwestowanego³.

Sprawozdania finansowe są podstawowym źródłem informacji wykorzystywanych w analizach ekonomicznych. Prezentują one przede wszystkim stan majątku przedsiębiorstwa, źródła jego finansowania, strukturę tworzenia wyniku finansowego oraz przepływy pieniężne⁴. Raporty finansowe spółek mogą jednocześnie pełnić istotną rolę w ocenie wyników działalności przedsiębiorstwa. Analiza kon-

¹ Dr hab. prof. UJK Mirosław Wasilewski, profesor, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach.

² Mgr Marta Juszczyk, doktorant, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie.

³ E. Wysocka, *Rola informacji i sprawozdawczości finansowej w ocenie ryzyka inwestycyjnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 765, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2014, nr 61, s. 605.

⁴ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 48.

dycji finansowej spółki stwarza podstawy do podejmowania optymalnych wyborów w procesie zarządzania. Stanowi ponadto punkt wyjścia do weryfikacji osiągniętych rezultatów, jak również do interwencji w sytuacji, gdy osiągnięte wielkości odbiegają od przyjętych założeń. Analiza finansowa odgrywa duże znaczenie m.in. dla kierownictwa przedsiębiorstwa, organów nadzorczych i spółek współpracujących ze sobą. Zainteresowanie analizą finansową przedsiębiorstwa w przypadku spółek akcyjnych wykazują w szczególności podmioty działające na rynku papierów wartościowych, tj. funkcjonujący w jego ramach inwestorzy, instytucje rządowe i samorządowe, analitycy oraz doradcy finansowi⁵. Sprawozdaniom finansowym przypisywana jest duża rola informacyjna, której właściwa realizacja determinuje uznawanie rachunkowości za źródło nie tylko wiarygodnej, ale przede wszystkim przydatnej informacji. Informacje są przydatne decyzyjnie, tj. użyteczne, gdy wpływają na decyzje gospodarcze użytkowników, pomagając im ocenić przeszłe, teraźniejsze i przyszłe zdarzenia, potwierdzając bądź korygując ich poprzednie oceny⁶.

W warunkach konkurencji zwiększa się zapotrzebowanie na informacje. Powoduje to równocześnie wzrost zapotrzebowania na analizę, gdyż dopiero informacje przetworzone i zinterpretowane mogą służyć podejmowaniu decyzji⁷. W ostatnich latach zaobserwować można wzrastające znaczenie czynników fundamentalnych, szczególnie opartych na sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek oraz tematyki wartości przedsiębiorstwa, w procesie podejmowania decyzji na rynku kapitałowym⁸. Na tej podstawie należy przypuszczać, że wycena akcji przedsiębiorstw opiera się w znacznej mierze na ocenie sytuacji finansowej spółek, a raporty finansowe powinny stanowić istotną przesłankę dla podejmowanych przez inwestorów decyzji na rynku kapitałowym.

Cel i zakres badań

Celem badań było określenie opinii inwestorów dotyczących przydatności sprawozdawczości finansowej w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. W oparciu o metodę tabelaryczno-opisową opracowany został kwestionariusz wywiadu, który został przeprowadzony wśród celowo wybranej grupy 100 inwestorów, korzystających z usług następujących domów maklerskich o długiej historii działania: Dom Maklerski mBank (wcześniej działający pod nazwą Dom Inwe-

⁵ S. Flejterski, B. Świecka (red.), *Elementy finansów i bankowości*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 349.

⁶ G. Michalczyk, *Przydatność informacyjna sprawozdawczości finansowej w zakresie wewnętrznie wytworzonych wartości materialnych*, Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 2008, nr 66, s. 231.

⁷ R. Nesterowicz, *Sprawozdawczość finansowa i jej rola w ocenie wyników działalności przedsiębiorstw*, „Nierówności społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 39 (3/2014), 2014, s. 320.

⁸ G. Gołębiowski, P. Szczepanowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007; T. Maliński, *I Ty możesz zostać Warrenem Buffetem, czyli inwestowanie skoncentrowane na GPW*, Wydawnictwo HELION, Gliwice 2010; A. Glen, *Inwestowanie w wartość. Jak zostać skutecznym inwestorem?* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010; M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011; A. Damodaran, *Wycena. Minipodręcznik dla inwestorów giełdowych*, Wydawnictwo OnePress, Gliwice 2012.

stycyjny BRE Banku), Dom Maklerski PKO BP, Centralny Dom Maklerski PEKAO S.A., Biuro Maklerskie Banku BGŻ oraz Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska. W każdym z domów maklerskich zbadanych zostało po 20 inwestorów. Osoby do badanej próby wybierane były z wykorzystaniem metody doboru losowego warstwowego, polegającego na podziale całej populacji generalnej na tzw. warstwy i dokonaniu bezpośredniego losowania niezależnych prób w obrębie każdej z nich. Kryterium grupowania odpowiedzi inwestorów był wiek, skala zaangażowanego kapitału oraz okres inwestowania na giełdzie. Według każdego z kryteriów wyodrębniono po trzy grupy. W ramach klasyfikacji inwestorów według wieku wyodrębniono osoby z najniższej grupy wiekowej (18-35 lat), średniej (36-55 lat) oraz najwyższej (powyżej 55 lat). Według okresu inwestowania na giełdzie wydzielono osoby o najkrótszym stażu inwestowania (poniżej 5 lat), średnim (6-15 lat) oraz najdłuższym (powyżej 15 lat). Inwestorzy sklasyfikowani według wartości portfela inwestycyjnego to osoby z najniższym zaangażowanym kapitałem (do 25 000 zł), średnim (25-55 000 zł) oraz najwyższym (powyżej 55 000 zł). W tabelach zaprezentowano średnie arytmetyczne ocen dla poszczególnych grup oraz badanej zbiorowości ogółem⁹.

Wyniki badań

W tabeli 1 przedstawiono opinie inwestorów dotyczące sprawozdań finansowych, wykorzystywanych przez nich w procesie decyzyjnym na rynku kapitałowym. Najwięcej inwestorów, tj. ponad połowa badanych osób, korzysta przy podejmowaniu decyzji na giełdzie z rachunku zysków i strat (65%) oraz bilansu (56%). Mniejszy udział respondentów posługuje się w tym celu danymi pochodzącymi ze sprawozdań z przepływów pieniężnych (34%). Najczęściej z podstawowych elementów składowych korzystają osoby młode, tj. do 35 lat, o średnim okresie inwestowania i zaangażowanym kapitale powyżej 55 tys. zł.

Średnio 25% inwestorów wskazało, że nie korzysta ze sprawozdań finansowych. W szczególności dotyczyło to osób powyżej 55 lat (36,4%), ze średnim i najniższym zaangażowanym kapitałem. Korzystanie z informacji dodatkowej zadeklarowało 22% inwestorów, z kolei z zestawienia zmian w kapitale własnym – 15%.

Wśród osób korzystających ze sprawozdań finansowych najczęściej wskazywano na sprawozdania kwartalne (78,7%). Oznaczać to może, iż dla uczestników rynku kapitałowego ważna jest częstotliwość publikowanych informacji, dotyczących wyników ekonomiczno-finansowych spółek. Inwestorzy prawdopodobnie zdają sobie sprawę z faktu, że tego rodzaju raporty mają bezpośredni wpływ na wycenę akcji przedsiębiorstw, która często bazuje na wynikach finansowych, w związku z czym w procesie decyzyjnym kierują się na ogół sprawozdaniami krótkookresowymi. W ten sposób mają oni możliwość częstszego monitorowania

⁹ Badani mieli możliwość zaznaczenia co najmniej jednej odpowiedzi. W związku z tym odpowiedzi te należy rozumieć jako „% wskazań”. W celu uproszczenia opisu w opracowaniu przyjęto zapis „%”.

kondycji finansowej spółek oraz wpływu komunikatów na ceny akcji. Zainteresowanie raportami kwartalnymi zwiększało się wraz z okresem inwestowania na giełdzie oraz skalą zaangażowanego kapitału. Około połowa inwestorów przy podejmowaniu decyzji na giełdzie wykorzystuje sprawozdania roczne, natomiast średnio co trzeci badany wskazał na raporty półroczne.

Tabela 1. Sprawozdania finansowe wykorzystywane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18-35	36-55	> 55	< 5	6-15	> 15	< 25000	25-55000	> 55000	
1. Z których elementów składowych sprawozdań finansowych Pani/Pan korzysta?										
a) bilans	73,9	52,3	48,5	58,8	60,5	50,0	47,4	48,1	71,4	56,0
b) rachunek zysków i strat	73,9	65,9	57,6	52,9	72,1	62,5	63,2	59,3	71,4	65,0
c) sprawozdanie z przepływów pieniężnych	60,9	31,8	18,2	23,5	37,2	35,0	44,7	11,1	40,0	34,0
d) zestawienie zmian w kapitale własnym	34,8	11,4	6,1	11,8	18,6	12,5	18,4	11,1	14,3	15,0
e) informacja dodatkowa	39,1	18,2	15,2	17,6	25,6	20,0	23,7	11,1	28,6	22,0
f) nie korzystam z żadnych	17,4	20,5	36,4	29,4	23,3	25,0	31,6	29,6	14,3	25,0
2. Z jakich rodzajów okresowych sprawozdań finansowych korzysta Pani/Pan najczęściej?										
a) rocznych	56,5	36,4	36,4	41,2	44,2	37,5	39,5	40,7	42,9	54,7
b) półrocznych	34,8	20,5	18,2	11,8	27,9	22,5	18,4	29,6	22,9	30,7
c) kwartalnych	60,9	68,2	45,5	41,2	60,5	65,0	50,0	55,6	71,4	78,7

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 zaprezentowano odpowiedzi dotyczące stosowania analizy finansowej w procesie podejmowania decyzji na rynku kapitałowym. Większość inwestorów, tj. 63%, zaznaczyło, że przy podejmowaniu decyzji na rynku giełdowym sugeruje się sytuacją ekonomiczno-finansową przedsiębiorstw. Najwięcej takich odpowiedzi było w grupie osób poniżej 35 roku życia (73,9%), o średnim okresie inwestowania na giełdzie (69,8%) oraz największej skali zaangażowanego kapitału (68,6%). Ponad połowa respondentów stosujących analizę finansową wskazała, iż metoda ta stanowi rzetelne źródło informacji o funkcjonowaniu spółki (54%), a wskaźniki finansowe umożliwiają porównywanie przedsiębiorstwa do innych z danej branży oraz określenie zmian w danej spółce w czasie (52,4%). Około 30% badanych było zdania, że metoda ta jest pomocna w przewidywaniu przyszłych kursów akcji, a dane księgowe w sprawozdaniu finansowym dają informację stabilną, są stale aktualizowane i zbierane w jednolity, sparymetryzowany sposób. Udział osób wykorzystujących analizę finansową w swoich decyzyjnych działaniach zwiększał się wraz ze wzrostem zaangażowanego kapitału. Jednocze-

śnie wzrost wartości portfela inwestycyjnego wiązał się z większym docenianiem przez inwestorów zalet analizy finansowej, wynikającymi m.in. z możliwości porównywania danych finansowych, stabilności i aktualizacji publikowanych informacji oraz rzetelnym odzwierciedleniem zmian w gospodarce.

Tabela 2. Zasadność stosowania analizy finansowej w działaniach decyzyjnych inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18-35	36-55	> 55	< 5	6-15	> 15	< 25 000	25-55 000	> 55 000	
1. Czy w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym wykorzystuje Pani/Pan analizę finansową spółek?										
a) tak	73,9	59,1	60,6	64,7	69,8	55,0	55,3	66,7	68,6	63,0
b) nie	26,1	40,9	39,4	35,3	30,2	45,0	44,7	33,3	31,4	37,0
1.1. Jeśli tak, to dlaczego, że:										
a) analiza finansowa jest rzetelnym źródłem informacji o funkcjonowaniu spółki	39,1	29,5	36,4	23,5	46,5	25,0	28,9	44,4	31,4	54,0
b) wskaźniki finansowe umożliwiają porównywanie przedsiębiorstwa do innych z danej branży oraz określenie zmian w danej spółce w czasie	56,5	34,1	15,2	17,6	44,2	27,5	36,8	18,5	40,0	52,4
c) dane księgowe w sprawozdaniu finansowym dają informację stabilną, są stale aktualizowane i zbierane w jednolity, sparymetryzowany sposób	17,4	18,2	18,2	23,5	14,0	20,0	13,2	18,5	22,9	28,6
d) sprawozdania finansowe zawierają zagregowane wielkości ekonomiczne i poprawnie odzwierciedlają zmiany w rzeczywistości gospodarczej	21,7	9,1	12,1	11,8	11,6	15,0	10,5	11,1	17,1	20,6
e) analiza finansowa sprawdza się w przewidywaniu notowań giełdowych	17,4	13,6	27,3	29,4	7,0	27,5	13,2	25,9	20,0	30,2
1.2. Jeśli nie, to dlaczego, że:										
a) ma małą wartość poznawczą	8,7	6,8	3,0	11,8	2,3	7,5	7,9	3,7	5,7	16,2
b) nie umiem jej przeprowadzić	4,3	2,3	12,1	11,8	2,3	7,5	7,9	0,0	8,6	16,2
c) jest zbyt pracochłonna	8,7	13,6	12,1	11,8	14,0	10,0	10,5	18,5	8,6	32,4
d) mam problemy z interpretacją wyników	0,0	0,0	3,0	0,0	2,3	0,0	2,6	0,0	0,0	2,7
e) nie mam zaufania do poprawności ewidencji księgowej	0,0	9,1	3,0	5,9	0,0	10,0	2,6	7,4	5,7	13,5
f) obawiam się prowadzenia przez spółkę rachunkowości kreatywnej	8,7	4,5	6,1	5,9	4,7	7,5	5,3	3,7	8,6	16,2
g) inne, jakie?	4,3	11,4	9,1	0,0	4,7	17,5	18,4	3,7	2,9	24,3

Źródło: opracowanie własne.

Inwestorzy, którzy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych nie brali pod uwagę kondycji finansowej przedsiębiorstw (37%), argumentowali to najczęściej

zbyt dużą pracochłonnością tej metody (32,4%). Około 16% wskazań dotyczyło również braku umiejętności w jej przeprowadzaniu, niskiej wartości poznawczej oraz obawy przed prowadzeniem przez spółkę tzw. rachunkowości kreatywnej. Za brakiem zaufania co do poprawności ewidencji księgowej wypowiedziało się 13,5% respondentów, wśród których dominowali inwestorzy w wieku przynajmniej 35 lat, z najdłuższym stażem inwestowania oraz z kapitałem przekraczającym 25 tys. zł. Średnio 24,3% badanej populacji wskazało na inne odpowiedzi, uwarunkowując swój wybór przede wszystkim preferencjami w sposobie inwestowania. Najmniejszy odsetek badanych, jako wyjaśnienie niestosowania analizy finansowej w decyzjach inwestycyjnych wskazało problemy z interpretacją wyników (2,7%). Z tego wynika, że inwestorzy na ogół potrafią przeprowadzać analizę finansową oraz interpretować wyliczone na jej podstawie wskaźniki, co należy ocenić pozytywnie.

Tabela 3. Ocena znaczenia grup wskaźników finansowych dla kształtowania się cen akcji w opiniach inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18-35	36-55	> 55	< 5	6-15	> 15	< 25 000	25-55 000	>55 000	
1.1. Wskaźniki płynności finansowej										
a) mała	4,3	2,6	10,3	5,9	5,1	5,9	6,1	0,0	9,4	5,6
b) średnia	34,8	34,2	41,4	35,3	35,9	38,2	27,3	52,0	34,4	36,7
c) duża	60,9	63,2	48,3	58,8	59,0	55,9	66,7	48,0	56,3	57,8
1.2. Wskaźniki rentowności										
a) mała	0,0	2,6	6,9	5,9	2,6	2,9	0,0	8,0	3,1	3,3
b) średnia	34,8	28,9	31,0	35,3	33,3	26,5	39,4	24,0	28,1	31,1
c) duża	65,2	68,4	62,1	58,8	64,1	70,6	60,6	68,0	68,8	65,6
1.3. Wskaźniki zadłużenia										
a) mała	0,0	5,3	13,8	5,9	0,0	14,7	6,1	4,0	9,4	6,7
b) średnia	47,8	44,7	48,3	29,4	53,8	47,1	45,5	52,0	43,8	46,7
c) duża	52,2	50,0	37,9	64,7	46,2	38,2	48,5	44,0	46,9	46,7
1.4. Wskaźniki sprawności gospodarowania										
a) mała	34,8	5,3	13,8	47,1	33,3	29,4	30,3	52,0	25,0	34,4
b) średnia	52,2	44,7	48,3	47,1	59,0	52,9	60,6	44,0	56,3	54,4
c) duża	13,0	50,0	37,9	5,9	7,7	17,6	9,1	4,0	18,8	11,1
1.5. Wskaźniki struktury Cash Flow (płynności bieżące)										
a) mała	8,7	2,6	51,7	29,4	12,8	23,5	15,2	32,0	15,6	20,0
b) średnia	43,5	65,8	37,9	47,1	51,3	52,9	45,5	52,0	56,3	51,1
c) duża	47,8	31,6	10,3	23,5	35,9	23,5	39,4	16,0	28,1	28,9
1.6. Wskaźniki rynku kapitałowego										
a) mała	4,3	13,2	34,5	17,6	15,4	20,6	15,2	28,0	12,5	17,8
b) średnia	47,8	52,6	41,4	58,8	48,7	41,2	45,5	56,0	43,8	47,8
c) duża	47,8	34,2	24,1	23,5	35,9	38,2	39,4	16,0	43,8	34,4

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 3 przedstawiono opinie inwestorów dotyczące roli wskaźników finansowych w procesie kształtowania się kursów akcji. Znaczenie wszystkich grup

wskaźników zostało uznane przez większość respondentów za średnie lub duże, co wskazuje na potrzebę uwzględniania ich w decyzjach inwestycyjnych. W przypadku wskaźników rentowności, płynności finansowej i zadłużenia około 90% respondentów udzieliło odpowiedzi sugerujących, że mogą mieć one średni lub duży wpływ na kształtowanie się notowań giełdowych.

Najważniejsze dla inwestorów są wskaźniki rentowności – 65,6% z nich wskaźniki te uważa za ważne w procesie podejmowania decyzji na rynku kapitałowym. Znaczący udział odpowiedzi dotyczył jednocześnie wskaźników płynności finansowej. Na duże znaczenie tej grupy wskaźników wskazało około 58% respondentów. Opinie większości inwestorów w zakresie pozostałych grup wskaźników, tj. sprawności gospodarowania, struktury Cash Flow oraz rynku kapitałowego stanowią o ich mniejszym znaczeniu w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Zasadnicze znaczenie dla kształtowania się kursów akcji mają zdaniem większości inwestorów wskaźniki związane bezpośrednio z rynkiem kapitałowym, takie jak cena/zysk, stopa dywidendy oraz cena/wartość księgową (tabela 4).

Tabela 4. Ocena znaczenia poszczególnych wskaźników finansowych dla kształtowania się cen akcji w opiniach inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18-35	36-55	>55	< 5	6-15	> 15	< 25 000	25-55 000	>55 000	
a) rentowność aktywów (ROA)	47,8	29,5	27,3	23,5	41,9	27,5	28,9	40,7	31,4	37,9
b) rentowność kapitału własnego (ROE)	52,2	34,1	15,2	11,8	41,9	30,0	36,8	25,9	31,4	36,8
c) rentowność sprzedaży netto (ROS)	17,4	9,1	9,1	11,8	9,3	12,5	7,9	11,1	14,3	12,6
d) rentowność działalności operacyjnej (EBITDA)	65,2	34,1	24,2	35,3	41,9	35,0	52,6	33,3	25,7	43,7
e) wskaźnik płynności bieżącej	17,4	34,1	24,2	47,1	20,9	25,0	28,9	25,9	25,7	31,0
f) wskaźnik płynności szybkiej	8,7	2,3	6,1	17,6	0,0	5,0	7,9	0,0	5,7	5,7
g) wskaźnik zadłużenia ogółem	21,7	25,0	18,2	29,4	25,6	15,0	18,4	29,6	20,0	25,3
h) wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	17,4	6,8	9,1	5,9	11,6	10,0	10,5	3,7	14,3	11,5
i) wskaźnik wydajności gotówkowej sprzedaży	4,3	2,3	12,1	0,0	4,7	10,0	0,0	3,7	14,3	6,9
j) wskaźnik cena/zysk	78,3	54,5	45,5	41,2	62,8	57,5	50,0	48,1	71,4	65,5
k) wskaźnik cena/wartość księgową	56,5	47,7	39,4	35,3	51,2	47,5	44,7	29,6	62,9	54,0
l) stopa dywidendy	43,5	61,4	48,5	41,2	48,8	62,5	42,1	44,4	71,4	60,9
m) inne odpowiedzi	8,7	0,0	3,0	0,0	7,0	0,0	0,0	3,7	5,7	3,4

Źródło: opracowanie własne.

Najwięcej odpowiedzi w tym zakresie odnotowano w grupach respondentów o co najmniej średnim okresie inwestowania oraz największym zaangażowaniem kapitału. Około 40% inwestorów wskazało za kluczowe wskaźniki z obszaru rentowności, w tym wskaźnik rentowności działalności operacyjnej EBITDA (43,7%), rentowności aktywów (37,9%) oraz kapitału własnego (36,8%). Respondenci za ważny uznali także wskaźnik płynności bieżącej (31%). Mała liczba wskazań dotyczyła natomiast wskaźnika rentowności sprzedaży netto (12,6%) oraz płynności szybkiej (5,7%).

Wyniki przeprowadzonych badań wskazują na znaczącą rolę pozycji sprawozdań finansowych w procesie kształtowania się kursów akcji (tabela 5).

Tabela 5. Ocena znaczenia wskaźników finansowych dla kształtowania się cen akcji w opiniach inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18-35	36-55	> 55	< 5	6-15	> 15	< 25 000	25-55 000	>55 000	
a) rzeczowe aktywa trwałe	8,7	25,0	21,2	29,4	14,0	22,5	10,5	29,6	22,9	21,7
b) należności	17,4	25,0	18,2	17,6	16,3	27,5	21,1	18,5	22,9	22,8
c) inwestycje krótkoterminowe	13,0	6,8	18,2	11,8	14,0	10,0	15,8	7,4	11,4	13,0
d) inwestycje długoterminowe	17,4	11,4	36,4	23,5	20,9	20,0	15,8	25,9	22,9	22,8
e) zobowiązania krótkoterminowe	34,8	34,1	18,2	29,4	27,9	30,0	28,9	29,6	28,6	31,5
f) zobowiązania długoterminowe	43,5	29,5	21,2	29,4	37,2	22,5	34,2	33,3	22,9	32,6
g) kapitał własny	39,1	27,3	9,1	23,5	30,2	17,5	28,9	14,8	25,7	26,1
h) przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów, materiałów	47,8	45,5	24,2	41,2	37,2	40,0	42,1	25,9	45,7	42,4
i) koszty sprzedaży	30,4	27,3	18,2	23,5	27,9	22,5	23,7	18,5	31,4	27,2
j) zysk (strata) netto	69,6	70,5	66,7	76,5	72,1	62,5	57,9	74,1	77,1	75,0
k) przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	60,9	38,6	15,2	23,5	41,9	35,0	34,2	25,9	45,7	39,1
l) przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	21,7	9,1	6,1	5,9	14,0	10,0	10,5	3,7	17,1	12,0
m) przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	21,7	9,1	6,1	5,9	14,0	10,0	13,2	3,7	14,3	12,0
n) inne odpowiedzi	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	2,5	0,0	3,7	0,0	1,1

Źródło: opracowanie własne.

Inwestorzy największą uwagę zwracają na zysk (stratę) netto (75% wskazań). Jednocześnie wraz z wydłużaniem się okresu inwestowania na giełdzie zmniejszał się udział tej odpowiedzi, jako czynnika mającego wpływ na notowania giełdowe. Wraz z nabytym doświadczeniem inwestycyjnym, uczestnicy rynku mają mniejsze zaufanie do wyniku finansowego spółek, co może wynikać z podatności tej pozycji na manipulacje księgowe. Inwestorzy mniejszą wagę, niż ma to miejsce w przypadku wyniku finansowego, przykładają do przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (42,4%) oraz przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej (39,1%). Średnio co trzeci inwestor wskazywał ponadto na ważność zobowiązań zarówno krótko-, jak i długookresowych (około 32%), kosztów sprzedaży (27,2%) oraz kapitału własnego (26,1). Duża rozbieżność odpowiedzi respondentów może oznaczać co najmniej niemające znaczenia informacji pochodzących ze sprawozdań finansowych w procesie decyzyjnym na rynku kapitałowym oraz postrzeganie tych danych przez inwestorów, jako czynników mających istotny wpływ na przyszłą wycenę akcji.

W tabeli 6 przedstawiono opinie inwestorów dotyczące oceny systemu sprawozdawczości finansowej w Polsce. Jako największą wadę raportowania respondenci wskazali podatność na manipulacje księgowe – odpowiedzi takiej udzieliło ponad 70% inwestorów, wśród których dominującą grupą były osoby w wieku do 35 lat. Zniekształcenia sprawozdań finansowych wpływają negatywnie na postrzeganie przez inwestorów instytucji giełdowej. Nieobiektywne przedstawianie obrazu sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek może stawić pod znakiem zapytania sens istnienia analizy finansowej, której głównym zadaniem powinno być odzwierciedlenie rzeczywistych wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwa. Średnio 45% inwestorów jako istotną wadę w polskim systemie rachunkowości wskazało opóźnienia w czasie dotyczące publikowanych sprawozdań. Problem opóźnień w publikacji raportów finansowych bądź ich braku stanowi duże zagrożenie dla bezpieczeństwa inwestycji, a spółce, która nie przestrzega obowiązków informacyjnych, może grozić ryzyko zawieszenia lub wykluczenia z obrotu. Pomocnym narzędziem, wspierającym polski system raportowania w tym zakresie będzie prawdopodobnie lista ostrzeżeń Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, stworzona w połowie lutego 2015 r., na którą wpisywane są spółki, które przez zaniechanie obowiązków informacyjnych, narażają bezpieczeństwo inwestycji na rynku kapitałowym.

Inwestorzy za istotną wadę raportowania w polskim systemie rachunkowości uznali niską rzetelność informacji księgowych w sprawozdaniach finansowych (33%). Stosunkowo wysoki udział tej odpowiedzi pozwala przypuszczać, że pomimo faktu, że podstawowym celem rachunkowości oraz ewidencji księgowej jest dostarczanie potencjalnym inwestorom oraz innym zainteresowanym podmiotom rzetelnej informacji, dotyczącej zaistniałych w spółce zdarzeń, inwestorzy są świadomi naruszeń wielu jej zasad, w tym m.in. memoriałowej. Na problemy w zakresie merytorycznego odzwierciedlenia całokształtu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, wskazał średnio co piąty respondent, a około 15% inwestorów za wadę w polskim systemie rachunkowości uznało nieporównywalność między latami w zakresie liczby pozycji sprawozdań finansowych. Pozytywnie natomiast należy ocenić małą skalę wskazań, dotyczących niewystarczającego postępu w har-

monizacji przepisów i standardów rachunkowości, która wyniosła około 10%. Wpływ na to mogła mieć modyfikacja polskiego systemu rachunkowości, zgodnie z którą dokonano istotnych zmian w metodach szacowania wartości. Postęp harmonizacji rachunkowości wciąż jednak nie jest satysfakcjonujący, a sprawozdania finansowe spółek w poszczególnych krajach w dalszym ciągu się od siebie różnią.

Tabela 6. Ocena systemu raportowania w Polsce według opinii inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18-35	36-55	> 55	< 5	6-15	> 15	< 25 000	25-55 000	> 55 000	
1. Jakie są Pani/Pana zdaniem ważniejsze wady systemu raportowania w polskim systemie rachunkowości?										
a) opóźnienia w czasie	47,8	31,8	48,5	17,6	55,8	35,0	39,5	40,7	42,9	45,1
b) podatność na manipulacje księgowość	78,3	68,2	51,5	64,7	67,4	62,5	68,4	59,3	65,7	71,4
c) problemy w zakresie merytorycznego odzwierciedlenia całości kształtu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa	17,4	20,5	15,2	5,9	23,3	17,5	13,2	18,5	22,9	19,8
d) niewystarczający postęp w harmonizacji przepisów i standardów rachunkowości	8,7	9,1	9,1	5,9	9,3	10,0	10,5	7,4	8,6	9,9
e) niska rzetelność informacji księgowych w sprawozdaniach finansowych	30,4	27,3	33,3	52,9	30,2	20,0	21,1	44,4	28,6	33,0
f) nieporównywalność między latami w zakresie liczby pozycji sprawozdań finansowych	17,4	9,1	15,2	5,9	16,3	12,5	7,9	14,8	17,1	14,3
g) inne odpowiedzi	4,3	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	2,9	1,1
2. Jakie zmiany w polskim systemie rachunkowości ocenia Pani/Pan jako konieczne dla poprawy jakości raportowania?										
a) jednolitych zasad rachunkowości w celu zwiększenia porównywalności sprawozdań	39,1	43,2	48,5	35,3	51,2	40,0	34,2	55,6	45,7	48,4
b) większa stabilność rozwiązań w ewidencji księgowej	17,4	13,6	9,1	17,6	16,3	7,5	10,5	11,1	17,1	14,3
c) zwiększenie szybkości przepływu informacji w rachunkowości do celów decyzyjnych	39,1	22,7	45,5	23,5	41,9	30,0	36,8	25,9	37,1	37,4
d) zwiększenie przejrzystości układu sprawozdań finansowych	30,4	43,2	51,5	41,2	34,9	52,5	34,2	51,9	45,7	47,3
e) poprawa skuteczności działania mechanizmów zabezpieczających przed tzw. rachunkowością kreatywną	39,1	47,7	36,4	29,4	51,2	37,5	39,5	40,7	45,7	46,2
f) inne odpowiedzi	4,3	0,0	3,0	0,0	2,3	2,5	2,6	0,0	2,9	2,2

Źródło: opracowanie własne.

Dla poprawy jakości raportowania w polskim systemie sprawozdawczości finansowej badani inwestorzy wskazali kilka rozwiązań. Około 48% respondentów opowiedziało się za jednolitymi zasadami rachunkowości, w celu poprawy porównywalności sprawozdań finansowych oraz za zwiększeniem przejrzystości ich układu. Rosnące wraz z wiekiem zainteresowanie inwestorów wprowadzeniem tych zmian wskazuje na trudności związane z samą formą i treścią sprawozdań finansowych, co jest szczególnie widoczne w przypadku osób powyżej 55 roku życia. Znaczący udział odpowiedzi w zakresie poprawy skuteczności działania mechanizmów zabezpieczających przed tzw. rachunkowością kreatywną (46,2%) potwierdza ważność i aktualność problemu, jakim jest zniekształcenie i nieobiektywne przedstawianie obrazu sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek.

Wnioski

W opracowaniu przedstawiono opinie inwestorów dotyczące przydatności sprawozdawczości finansowej do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Większość inwestorów przy podejmowaniu decyzji na rynku giełdowym sugeruje się sytuacją ekonomiczno-finansową spółek. Badani korzystający z tej metody analizy rynku uważają jednocześnie, że stanowi ona rzetelne źródło informacji o funkcjonowaniu spółki, a wskaźniki finansowe umożliwiają porównywanie przedsiębiorstwa do innych z danej branży oraz określenie zmian w ujęciu dynamicznym.
2. Udział osób wykorzystujących analizę finansową w decyzyjnych działaniach zwiększał się wraz ze wzrostem zaangażowanego kapitału. Jednocześnie wzrost wartości portfela inwestycyjnego wiązał się z większym docenianiem przez inwestorów zalet analizy finansowej, wynikających m.in. z możliwości porównywania danych finansowych, stabilności i aktualizacji publikowanych informacji oraz rzetelnego odzwierciedlenia zmian w gospodarce.
3. Inwestorzy za najważniejsze w procesie podejmowania decyzji na rynku kapitałowym uważają wskaźniki rentowności, a następnie płynności. Znaczenie wszystkich grup wskaźników zostało uznane przez większość respondentów za średnie lub duże, co wskazuje na potrzebę uwzględniania ich w decyzjach inwestycyjnych. Istotne znaczenie w kształtowaniu się kursów akcji mają zdaniem większości inwestorów wskaźniki związane bezpośrednio z rynkiem kapitałowym. Spośród wskaźników rentowności za najważniejsze uznano wskaźnik rentowności działalności operacyjnej EBITDA, wskaźnik rentowności aktywów oraz kapitału własnego, natomiast z zakresu płynności ważny jest dla inwestorów wskaźnik płynności bieżącej. Największą uwagę w sprawozdaniach finansowych inwestorzy przykładają do zysku/straty netto, jednak wraz z wydłużaniem się okresu inwestowania na giełdzie zmniejszał się udział odpowiedzi, wskazujących na znaczenie tej pozycji.

4. Jako największą wadę raportowania respondenci wskazali podatność na manipulacje księgowe. Istotną wadą w polskim systemie rachunkowości są również opóźnienia w czasie, dotyczące publikowanych sprawozdań. Dla poprawy jakości raportowania w polskim systemie sprawozdawczości inwestorzy najczęściej opowiadali się za jednolitymi zasadami rachunkowości, w celu zwiększenia porównywalności sprawozdań finansowych, za zwiększeniem przejrzystości układu raportów, jak również za poprawą skuteczności działania mechanizmów zabezpieczających przed tzw. rachunkowością kreatywną.

Bibliografia:

1. Damodaran A., *Wycena. Minipodręcznik dla inwestorów giełdowych*, Wydawnictwo OnePress, Gliwice 2012.
2. Flejterski S., Świecka B. (red.), *Elementy finansów i bankowości*, CeDeWu, Warszawa 2007.
3. Glen A., *Inwestowanie w wartość. Jak zostać skutecznym inwestorem?*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
4. Gołębiowski G., Szczepanowski P., *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.
5. Maliński T., *I Ty możesz zostać Warrenem Buffetem, czyli inwestowanie skoncentrowane na GPW*, Wydawnictwo HELION, Gliwice 2010.
6. Michalczuk G., *Przydatność informacyjna sprawozdawczości finansowej w zakresie wewnątrznie wytworzonych wartości materialnych*, Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, 2008, nr 66.
7. Nesterowicz R., *Sprawozdawczość finansowa i jej rola w ocenie wyników działalności przedsiębiorstw*, „Nierówności społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 39 (3/2014), 2014.
8. Panfil M., Szablewski A. (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011.
9. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
10. Wysłocka E., *Rola informacji i sprawozdawczości finansowej w ocenie ryzyka inwestycyjnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 765, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2014, nr 61.

Abstrakt:

Celem badań było określenie opinii inwestorów dotyczących przydatności sprawozdawczości finansowej do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Badaniami objęto grupę 100 inwestorów, korzystających z usług pięciu domów maklerskich o długiej historii działania. Stwierdzono, że analiza finansowa odgrywa w ocenie inwestorów istotną rolę w procesie decyzyjnym na rynku kapitałowym. W zakresie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek i jej przełożeniu na notowania giełdowe, decydującą rolę należy przypisać wskaźnikom rentowności i płynności. Jako ważniejsze wady raportowania respondenci wskazali podatność

na manipulacje księgowe oraz opóźnienia w czasie, dotyczące publikowanych sprawozdań.

The usefulness of financial reporting for investment decisions

The aim of the study was to investigate the investors' opinions concerning the usefulness of financial reporting for investment decisions. The research was carried out in the group of 100 investors, using the services of five brokerages with a long history of operation. The results of the research show that the financial analysis of the assessment plays an important role in the investors' decision-making process on the capital market. While assessing the economic and financial situation of companies and its impact on stock quotes, the crucial role should be assigned to the profitability and liquidity indicators. Susceptibility to manipulation of accounting and time delay in terms of published reports were indicated by respondents as the main barriers in reporting system.

Post-Doctoral Degree, professor UJK Mirosław Wasilewski, professor, Jan Kochanowski University in Kielce.

MBA Marta Juszczak, doctoral student, Warsaw University of Life Sciences (SGGW).