

PRACE NAUKOWE

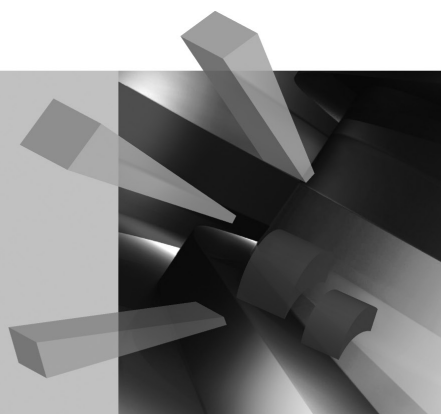
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

261

Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem



Redaktorzy naukowi

Tadeusz Dudycz

Grażyna Osbert-Pociecha

Bogumiła Brycz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Wojciech Dyduch, Aldona Frączkiewicz-Wronka, Tadeusz Juja,
Dorota Kuchta, Dagmara Lewicka, Monika Marcinkowska,
Elżbieta Mączyńska, Bronisław Micherda, Krystyna Poznańska,
Maria Sierpińska, Wanda Skoczylas, Henryk Sobolewski,
Agnieszka Sopińska, Waldemar Tarczyński, Grzegorz Urbanek,
Tomasz Wiśniewski, Mirosław Wypych, Dariusz Zarzecki

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kożuchowska, Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-238-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Agnieszka Bezat-Jarzębowska: Koncepcja pomiaru efektywności technicznej bazująca na zintegrowanym zastosowaniu metody SFA i metody DEA.....	11
Agnieszka Bieńkowska: Przejawy i uwarunkowania efektywności controlingu w przedsiębiorstwie.....	25
Marta Chudykowska: System pomiaru dokonań organizacji – przedmiot i narzędzie poprawy efektywności.....	38
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analiza sektorowych uwarunkowań pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstw – empiryczna weryfikacja modelu LKL.....	49
Magdalena Forfa: Opinie właścicieli gospodarstw rolnych dotyczące przydatności sprawozdania z przepływu pieniędzy.....	63
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Metodologiczne problemy pomiaru efektywności instrumentów wsparcia przedsiębiorstw.....	77
Jacek Jaworski: Charakter i dynamika zmian wybranych wyznaczników kondycji polskich małych przedsiębiorstw w warunkach kryzysu gospodarczego 2009–2010. Wyniki badań.....	89
Izabela Jonek-Kowalska: Racjonalizacja kosztów jako sposób poprawy efektywności działania w Spółce Restrukturyzacji Kopalń.....	103
Adam Kagan: Pomnażanie wartości właścicielskiej jako miara efektywności ekonomicznej funkcjonowania przedsiębiorstw rolnych.....	116
Tomasz Kijek: Pomiar efektywności kapitału innowacyjnego przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metody DEA.....	132
Tomasz Kolakowski: Projekty turystycznego zagospodarowania obiektów dziedzictwa kulturowego na terenie województwa dolnośląskiego – efekty ekonomiczne i metody ich wyceny.....	141
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą innowacyjności przedsiębiorstw – próba pomiaru.....	160
Iwa Kuchciak: Efektywność inwestowania w formie depozytów i inwestycji alternatywnych.....	173
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Wybór formy opodatkowania a korzyści finansowe dla firm z sektora MSP.....	190
Grzegorz Łukasiewicz: Krytyczna analiza modeli pomiaru efektywności w zarządzaniu zasobami ludzkimi.....	202
Edyta Marcinkiewicz: Wpływ krótkiej sprzedaży na efektywność transakcyjną rynku kapitałowego w aspekcie płynności.....	218

Grzegorz Mikołajewicz: Luka wartości w kontekście sprawozdawczości przedsiębiorstwa	231
Anna Motylska-Kuźma: Rynkowe mierniki tworzenia wartości wybranych spółek notowanych na GPW – analiza krytyczna	245
Dariusz Nowak: Ocena i pomiar relacji w międzyorganizacyjnej kooperacji	263
Jarosław Nowicki: Dostosowanie metody skorygowanej wartości bieżącej do wyceny niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	281
Mariusz Nyk: Efektywność wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw	294
Radosław Pastusiak: Efektywność systemów transakcyjnych zbudowanych w oparciu o analizę techniczną w świetle badań w latach 1960–2004	307
Artur Paździór: Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu	321
Joanna Pioch: Wybrane aspekty wykorzystania macierzy A. Damodarana do analizy decyzji dywidendowych na przykładzie firm sektora chemicznego WGPW za rok 2010	331
Edward Radościński: Przekształcanie bilansu według Ustawy o rachunkowości do postaci sprawozdania z sytuacji finansowej według taksonomii MSR (<i>IFRS Taxonomy</i>)	343
Józef Rudnicki: Impact of stock splits on trading liquidity – evidence from the New York Stock Exchange	360
Angelika Sabuhoro: Analiza porównawcza logitowych modeli prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw	371
Rafał Siedlecki: Teorie struktury kapitału a cykl życia przedsiębiorstwa	381
Wanda Skoczylas: Innowacje w raportowaniu wyników czynnikiem poprawy efektywności podejmowanych decyzji	390
Michał Soliwoda: Relacje majątkowo-kapitałowe, a rentowność i płynność finansowa spółdzielni mleczarskich	409
Artur Stefański: Zależność między wydatkami inwestycyjnymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi	424
Piotr Szymański: Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw? Wyniki badań	435
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Mnożnik <i>input-output</i> jako makroekonomiczny miernik efektywności inwestycji finansowych sektora przedsiębiorstw	449
Grzegorz Urbanek: Wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	466
Mirosław Wypych: Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych)	478

Summaries

Agnieszka Bezat-Jarzębowska: A concept of technical efficiency measurement based on the integrated use of the SFA and DEA methods	24
Agnieszka Bieńkowska: Results and determinants of controlling efficiency in an enterprise	37
Marta Chudykowska: The organisation's performance measurement system – a subject and a tool for the efficiency improvement.....	48
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analysis of sector determinants of debt capacity – empirical verification of LKL model.....	62
Magdalena Forfa: Individual farmers' opinions on the usefulness of cash flow statement	76
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Methodological problems of measuring the effectiveness of support instruments for companies	88
Jacek Jaworski: Nature and dynamics of changes of selected determinants of small enterprises condition under the economic crisis 2009–2010. Research results.....	102
Izabela Jonek-Kowalska: Costs rationalization as a method of efficiency improvement in an Enterprise of Coal Mines Restructuring	115
Adam Kagan: Increase of shareholder's value as a measure of the economic efficiency of agricultural enterprises.....	130
Tomasz Kijek: Measurement of enterprise's innovation capital efficiency using DEA method	140
Tomasz Kołakowski: Tourism management projects of cultural heritage objects in Lower Silesia Voivodeship – economic effects and their valuation methods.....	159
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant of enterprises innovativeness – trial of measurement	172
Iwa Kuchciak: Efficiency of investment in the form of deposits and alternative investments	189
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Choice of form of taxation and financial benefits for enterprises from SME sector	201
Grzegorz Łukasiewicz: Critical analysis of effectiveness measurement models in human resource management	217
Edyta Marcinkiewicz: Influence of short sale on the transactional efficiency of capital market in terms of liquidity	230
Grzegorz Mikołajewicz: Value gap in the context of financial reporting.....	244
Anna Motylska-Kuźma: Market measures of creating value of selected companies listed on the Stock Exchange. Critical analysis.....	262
Dariusz Nowak: Evaluation and measurement of interorganizational cooperation relation	280

Jarosław Nowicki: Adjusted present value method in valuation of non-stock enterprises managed by owners.....	293
Mariusz Nyk: Efficiency of wages in the enterprise sector	306
Radosław Pastusiak: Effectiveness of transaction systems built on the technical analysis in the light of research in 1960-2004.....	320
Artur Paździor: Application of CAPM model in conditions of crisis.....	330
Joanna Pioch: The selected issues in the dividend policy decisions' matrix by A. Damodaran on the example of the WSE chemical companies' in 2010	342
Edward Radosiński: A study based on the IASB Taxonomy on structural relations between a balance sheet and a statement of financial position....	359
Józef Rudnicki: Wpływ podziału akcji na płynność obrotu – przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych	370
Angelika Sabuhoro: Comparative analysis of logit models for predicting corporate financial threat	380
Rafał Siedlecki: Capital structure theories vs. the company life cycle.....	389
Wanda Skoczylas: Innovations in results reporting as a factor of decision making efficiency improvement.....	408
Michał Soliwoda: Ratios concerning assets and capital vs. profitability and financial liquidity of dairy cooperatives	423
Artur Stefański: The relationship between investment expenditures and operating cash flows.....	434
Piotr Szymański: What kind of problems do experts face in business valuation? Survey results	448
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Input-output multiplier as a macroeconomic measure of the efficiency of enterprises sector financial investments	465
Grzegorz Urbanek: The effect of brand on company's performance on the example of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange	477
Mirosław Wypych: Structure of assets and the golden financing rules (on the example of the stock listed exchange companies).....	488

Wstęp

„Naród, który najekonomiczniej rozporządzi swymi bogactwami i siłami oraz zastosuje je z najlepszym współczynnikiem wydajności, podniesie swój dobrobyt i wyprzedzi znacznie inne narody”. Jakkolwiek słowa te zostały wypowiedziane przez F. Neuhausena w 1913 roku, to są one niezmiennie aktualne. Efektywność była, jest i będzie podstawowym warunkiem wzrostu dobrobytu. I nie zmienia tego fakt, że jest ona różnie rozumiana. Samo słowo efektywność pochodzi od łacińskiego słowa *effectus*, oznaczającego wykonanie, skutek. W dzisiejszych natomiast czasach wielu autorów przypisuje mu dualne znaczenie definiowane jako sprawność i skuteczność. Taki dualny sposób pojmowania efektywności zdefiniował już w 1913 roku Harrington Emerson, współtwórca naukowego zarządzania i autor słynnych dwunastu zasad wydajności. Pisał on, że „efektywność jest właściwą rzeczą robioną we właściwy sposób”¹. Pogląd ten podzielał również P.F. Drucker, który uważał, że jakkolwiek „sprawność”, czyli robienie rzeczy we właściwy sposób, jest ważnym kryterium oceny kierownika, to jednak najistotniejsza jest skuteczność, czyli robienie właściwych rzeczy. Nieodzownym warunkiem robienia właściwych rzeczy jest planowanie ukierunkowane na realizację społecznie użytecznych celów. Natomiast warunkiem sprawności w realizacji tych celów jest pomiar efektów, bez którego nie można śledzić stopnia realizacji celów, a tym samym i zarządzać organizacją. Jakkolwiek ogólnie efektywność mierzy się relacją efektów do nakładów, to już pomiar – zarówno efektów, jak i nakładów – jest niejednokrotnie sprawą skomplikowaną, niejednoznaczną, a przez to i dyskusyjną. Powszechnie stosowana miara efektów, jaką jest zysk księgowy, wzbudza coraz więcej kontrowersji – ze względu na jego memoriałowy charakter oraz zależność od szeregu konwencji i przyjętych standardów. Natomiast pomiar nakładów wykorzystujący standardy księgowe również w coraz większym stopniu ulega napierającej krytyce. Przede wszystkim w standardach księgowych w niewielkim stopniu wykazuje się te aktywa, które we współczesnym świecie coraz częściej stanowią determinujący czynnik sukcesu gospodarczego. Mowa tutaj o aktywach intelektualnych, które z jednej strony trudno jest kwantyfikować, a z drugiej – są bardzo kruche. Ma to oczywiście wpływ na ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej.

Te i inne problemy pomiaru efektywności były przedmiotem kolejnej, już piątej konferencji z cyklu „Efektywność źródłem bogactwa narodów”, która odbyła się w dniach 23-25 stycznia 2012 roku w Piechowicach. Konferencja została zorgani-

¹ J. Supernat, *Zarządzanie*, Wydawnictwo Kolonia, Wrocław 2005, s. 174.

wana jako wspólne przedsięwzięcie dwóch uczelni: Politechniki Wrocławskiej oraz Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Jej głównym wyróżnikiem było interdyscyplinarne spojrzenie na efektywność, jej istotę oraz zasady pomiaru, a niniejsza publikacja jest wynikiem prowadzonych dyskusji.

Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha, Bogumiła Brycz

Grzegorz Mikołajewicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

LUKA WARTOŚCI W KONTEKŚCIE SPRAWOZDAWCZOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: W artykule przedstawiono przyczyny powstawania luki wartości, tj. różnicy w postrzeganiu wartości przedsiębiorstwa z perspektywy jego wnętrza oraz z perspektywy jego otoczenia, przejawiającej się w odchyleniach wartości rynkowej od wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. W artykule omówiono kwestię sprawozdawczości przedsiębiorstw i jej niedoskonałości w kontekście raportowania wartości. Podkreślono również istotną rolę komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem w procesie domykania luki wartości.

Słowa kluczowe: luka wartości, wartość wewnętrzna, wartość rynkowa, rynek kapitałowy, sprawozdawczość, raportowanie wartości.

1. Wstęp

Fakt tworzenia i utrzymywania wartości wewnętrznej przez przedsiębiorstwo nie przesądza o tym, iż inwestorzy odniosą z tego tytułu korzyści. By tak się stało, potrzebna jest jeszcze właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem, aby mógł on tę wartość właściwie rozpoznać.

Celem artykułu jest przedstawienie przyczyn powstawania luki wartości, roli komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem w procesie jej domykania oraz analiza kwestii sprawozdawczości przedsiębiorstw i jej niedoskonałości w kontekście raportowania wartości.

Mamy bowiem do czynienia z dwoma wymiarami wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, tj. wartością:

- obiektywną, rzeczywistą, wynikającą z realnej siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a więc potencjału przedsiębiorstwa do tworzenia i ochrony wartości wewnętrznej (możliwą do odczytania przez osoby z wnętrza przedsiębiorstwa, osoby dysponujące pełną informacją),
- antycypowaną przez rynek, będącą obrazem spółki w oczach inwestorów i analityków, obciążoną niepewnością (często brak możliwości zweryfikowania danych) oraz ograniczeniami (kwestia poznawcza, percepcja inwestorów, dostępność danych, szum informacyjny, asymetria informacji).

Jak pokazują badania Market & Opinion Research International (MORI) [Eccles i in. 2001, s. 48], dotyczące 200 dużych spółek amerykańskich, około 61% respondentów uważało zarządzane przez siebie spółki za niedoszacowane, 31% za wycenione właściwie i tylko 5% za przewartościowane. Spostrzeżenia te potwierdziły również wyniki badania [Eccles i in. 2001, s. 48, 130, 199] w branży *high-tech* dla Kanady i USA oraz dla sektora bankowego i ubezpieczeniowego w USA. Wynika z nich, że około 3/4 przedsiębiorstw sugerowało lekkie lub silnie niedowartościowanie swoich akcji¹. Również badanie przeprowadzone przez PricewaterhouseCoopers dla rynku brytyjskiego wskazuje, że kierownictwo ponad 33% ze 100 przebadanych spółek uznało wartość akcji kierowanych przez siebie przedsiębiorstw za niedoszacowaną, a tylko około 6% za przeszacowaną [Marcinkowska 2004, s. 57].

2. Przyczyny powstawania luki wartości

Przytoczone powyżej badania dowodzą, że mamy do czynienia z różnicą w postrzeganiu wartości spółki z perspektywy jej wnętrza (w oparciu o pełne informacje) oraz z perspektywy rynku, otoczenia (w oparciu o dostępne informacje) – tzw. luką wartości (*value gap*), która przejawia się w odchyleniach wartości rynkowej od wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa².

Jedną z przyczyn powstania luki wartości jest asymetria informacji i związana z nią luka informacyjna powodująca, że wartość przedsiębiorstwa nie może być właściwie odczytana przez rynek (zakładając, że jest on wystarczająco efektywny, by należycie ocenić dostarczane informacje, w innym przypadku zwiększanie zakresu i jakości ujawnień nie przyniesie bowiem pożądanых skutków).

Lukę informacyjną (*information gap*) można zdefiniować jako różnicę między wagą przypisywaną danemu czynnikowi przez użytkowników informacji a poziomem zaspokojenia ich potrzeb informacyjnych przez przedsiębiorstwo. Ze względu na odbiorcę wyróżnić można [Coleman, Eccles 1997]: lukę użytkownika, związaną z odmiennym zapotrzebowaniem na informacje u poszczególnych odbiorców, oraz lukę rynkową, uwzględniającą różnicę w zapotrzebowaniu na informację większości uczestników rynku w stosunku do danych publikowanych przez spółkę.

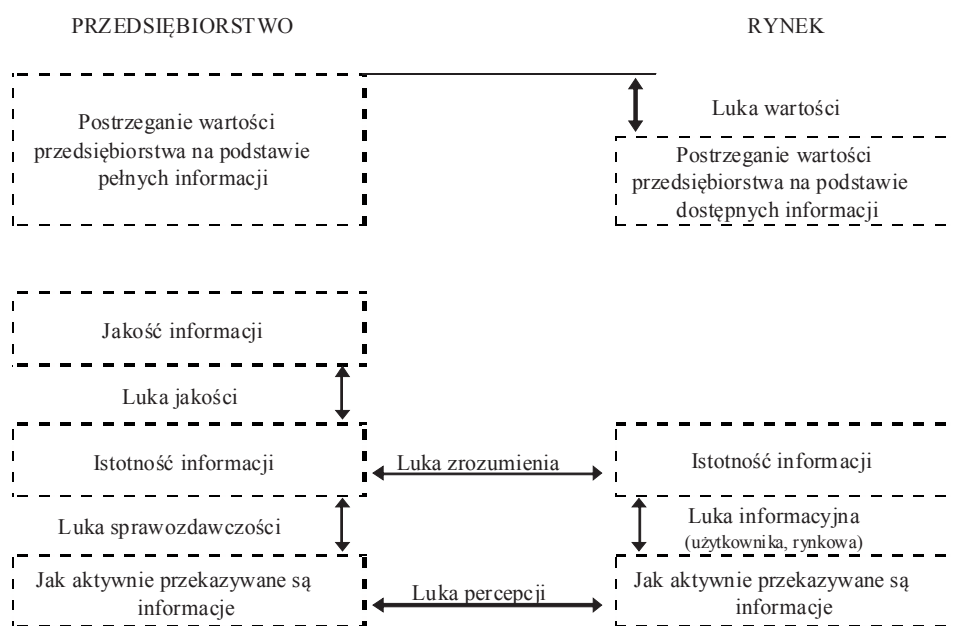
¹ Warto pamiętać, że takie wyniki badań mogą być podyktowane naturalną tendencją zarządu do zbyt optymistycznego patrzenia na spółkę i przeszacowywania swoich dokonań. Jak pokazują badania przeprowadzone na próbie 1000 zarządzających w 1987 r. (na miesiąc przed światowym krachem giełdowym) przez Louis Harris and Associates, na pytanie o to, czy bieżąca cena akcji jest dobrym odpowiednikiem wartości kierowanych przez nich przedsiębiorstw, około 58% ankietowanych udzieliło odpowiedzi negatywnej, przy czym wszyscy byli przekonani, że akcje kierowanych przez nich przedsiębiorstw były na rynku niedoszacowane [Rappaport 1999, s. 81]. Z drugiej jednak strony nie należy zapominać, że to właśnie zarząd jest w posiadaniu informacji kluczowych, często niedostępnych dla rynku.

² Oczywiście luka ta może być zarówno dodatnia, jak i ujemna.

Oprócz luki informacyjnej wpływ na lukę wartości wywierają także: luka sprawozdawczości, luka jakości, luka zrozumienia oraz luka percepcji, co przedstawiono na rysunku 1.

Luka sprawozdawczości (*reporting gap*) to różnica między poziomem znaczenia przypisywanego danym czynnikom przez spółkę a poziomem aktywności w ich raportowaniu (na ogół luka ta jest najmniejsza).

Luka jakości (*quality gap*) to różnica między wagą, jaką spółka przypisuje danym czynnikom, a poziomem wiarygodności informacji pozyskiwanych z wewnętrznych systemów (z reguły największa luka dotyczy informacji o rynku, jego rozmiarze, wzroście, koncentracji oraz konkurencji).



Rys. 1. Źródła luki wartości

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Eccles i in. 2001, s. 130].

Luka zrozumienia (*understanding gap*) to różnica między wagą, jaką spółka i użytkownicy informacji przypisują danym czynnikom. W większości przypadków nie jest ona duża. Istnieje względny konsensus co do istotności pewnych czynników. Menedżerowie i inwestorzy oceniają spółkę w podobny sposób. Skłania to zatem do sformułowania wniosku, że przytoczone powyżej rozbieżności w wycenie spółki przez kierownictwo i rynek są najprawdopodobniej wynikiem różnicy w zakresie posiadanych przez nich informacji.

Luka percepcji (*perception gap*) to różnica między poziomem aktywności spółki w raportowaniu czynników a poziomem adekwatności informacji otrzymywanych

przez interesariuszy (luka negatywna: spółka sporządza lepsze raporty, niż sądzi; luka pozytywna: spółka nie sporządza raportów tak dobrze, jak sądzi)³.

Wyróżnić można jeszcze jeden rodzaj luki, jaką jest luka oczekiwań (*expectation gap*) [Crow i in. 2003, s. 10]. Jest ona związana z koniecznością sprostania przez spółkę oczekiwaniom rynku w kwestii przyszłych wyników finansowych, wykonania prognoz. Luka ta powoduje często tzw. *earnings game* [Eccles i in. 2001, s. 68-89], a więc wymusza na zarządzie działania mające na celu neutralizowanie niekorzystnych skutków ujemnych odchyłeń wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo od oczekiwań rynku (powoduje także chęć uzyskania efektów pozytywnych poprzez demonstrowanie ponadprzeciętnych wyników, często jednak wynikających ze zbyt zachowawczego określenia celów przedsiębiorstwa lub kreatywnej rachunkowości)⁴.

Mając świadomość występowania powyższych luk⁵ (szczególnie jeśli chodzi o dane niefinansowe), instytucje państwowe, instytucje regulujące rynek kapitałowy, a także same przedsiębiorstwa podejmują kroki w celu ich zamykania, minimalizowania. Można zaobserwować trend w kierunku zwiększania transparentności podmiotów, szczególnie jeśli chodzi o dostępność informacji, jej kompletność, istotność, jakość i wiarygodność [Niedziółka 2008, s. 6].

Właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem ma pozwolić na zbliżenie dwóch różnych perspektyw postrzegania wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa (tej z punktu widzenia jego wnętrza oraz jego otoczenia) i prowadzić do domknięcia luki wartości.

Schemat powiązań w zakresie postrzegania wartości wewnętrznej i rynkowej przedsiębiorstwa, wraz ze wskazaniem miejsca powstającej luki wartości oraz roli komunikacji w jej domykaniu, przedstawiono na rysunku 2.

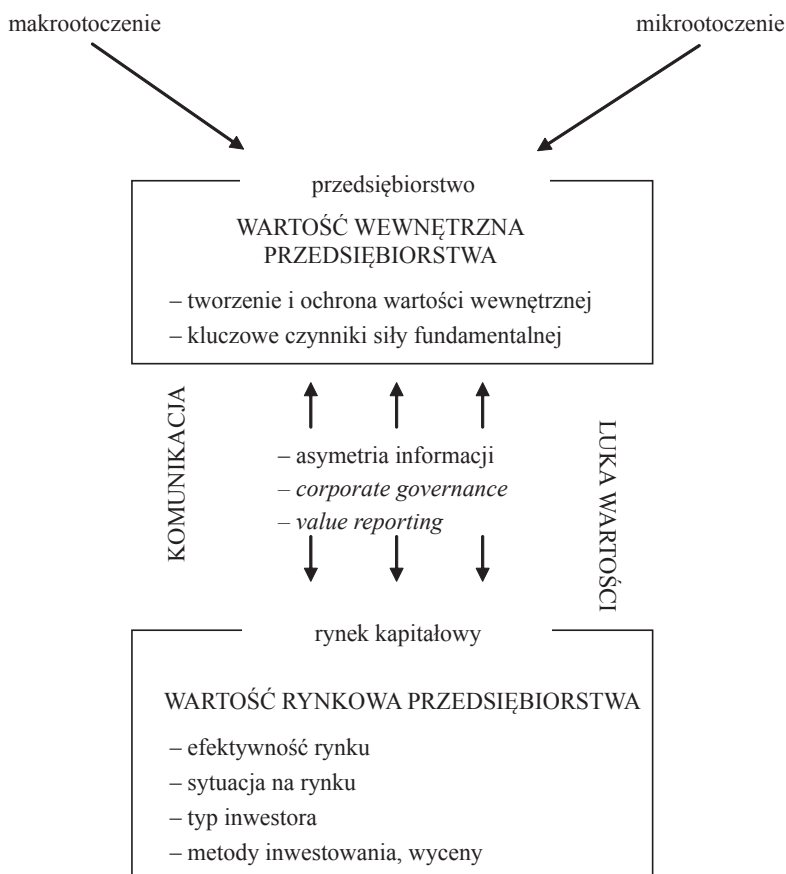
Schemat na rysunku 2 przedstawia wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa jako funkcję czynników z makro-, mikrootoczenia oraz wnętrza przedsiębiorstwa. Wartość wewnętrzna jest pierwotna w stosunku do wartości rynkowej akcji (to wartość wewnętrzna leży u podstaw wartości rynkowej, a nie na odwrót), a obie te kategorie nie muszą być sobie równe.

Niedobór informacji, jej asymetria, niestosowanie przez spółki zasad ładu korporacyjnego czy też niechęć w zakresie raportowania wartości prowadzą do problemów z identyfikowaniem przez inwestorów oraz analityków rzeczywistej wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa. Czynniki te zmniejszają transparentność działań

³ Badania PWC wskazują, że mamy często do czynienia z luką negatywną, przy czym w tym przypadku nie można uznać jej za korzystną. Jak podkreślają autorzy badania, po prostu niski poziom satysfakcji interesariuszy przewyższa jeszcze niższy od niego poziom zaangażowania spółki [Eccles i in. 2001, s. 140 i 141].

⁴ Badania pokazują, że duża część spółek bierze udział w opiniowaniu prognoz, oczekiwań analityków (często także na prośbę tych ostatnich), co z jednej strony chroni spółkę przed zbytnim optymizmem lub pesymizmem rynku, jednak z drugiej jest etycznie dyskusyjne [Eccles i in. 2001, s. 73].

⁵ Więcej informacji na temat powyższych luk można znaleźć w: [Eccles i in. 2001, s. 131-141; Gajewska-Jedwabny 2005, s. 462-467].



Rys. 2. Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa – luka wartości

Źródło: opracowanie własne.

przedsiębiorstwa, zwiększając tym samym niepewność i nerwowość wśród inwestorów, co przekłada się na wyższą oczekiwaną przez nich stopę zwrotu oraz zwiększoną zmienność wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Asymetria informacyjna zmusza inwestorów do dokonywania wyceny w oparciu o niepełne dane lub informacje, które nie zawsze mogą być w pełni zweryfikowane. Nakładając na to naturalną skłonność podmiotów do nieujawniania informacji dla nich niekorzystnych, wyolbrzymiania zaś tych pozytywnych oraz ograniczenia związane z rachunkowością, prowadzi to do sytuacji, w której inwestorzy nie mają pewności, czy wyrobiony przez nich obraz spółki zgodny jest z jej stanem faktycznym.

W ocenie wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa ważną rolę odgrywa także kwestia sytuacji na rynku, jego efektywność, oraz charakterystyka inwestorów, m.in. horyzont czasowy relacji z przedsiębiorstwem (krótko-, długoterminowy), oczekiwa-

nia w stosunku do podmiotu (zyski kapitałowe, dywidendy, zacieśnienie współpracy, budowanie wartości w skali holdingu), stosowane metody inwestowania (np. analiza fundamentalna, analiza techniczna), metody wyceny (dochodowe, majątkowe itd.) oraz występujące ograniczenia percepcyjne. Czynniki te mają duże znaczenie dla wyznaczania wartości rynkowych walorów i są często źródłem odchylenia cen rynkowych od wartości wewnętrznych, źródłem powstawania luki wartości⁶.

Komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem, sprostanie oczekiwaniom informacyjnym, ma umożliwić właściwe odczytanie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a w konsekwencji przybliżyć wartość rynkową podmiotu do jego wartości wewnętrznej. Komunikacja ta powinna być dwustronna i obejmować zarówno ujawnianie informacji, jak i jej pozyskiwanie oraz wykorzystywanie informacji zwrotnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

Powstanie takich koncepcji, jak *value reporting*, *corporate governance* przyczynić się ma do wypełnienia luki między dotychczasowym modelem sprawozdawczości a rosnącym popytem na informacje ze strony interesariuszy. Koncepcje te powinny umożliwić przełamanie dotychczas występujących ograniczeń, ułatwić interesariuszom spojrzenie wewnątrz przedsiębiorstwa i zrozumienie zidentyfikowanych przez zarząd kluczowych czynników wartości, co jest niezbędne dla właściwej oceny wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa przez podmioty zewnętrzne.

3. Sprawozdawczość przedsiębiorstw i jej niedoskonałości

Z punktu widzenia inwestora informacje dotyczące przedsiębiorstwa podzielić można na cztery grupy:

- informacje dotyczące ogólnych warunków funkcjonowania wszystkich przedsiębiorstw lub też podmiotów w obrębie poszczególnych sektorów, pozyskiwane przez inwestorów z rynku (dane makro- i mikroekonomiczne),
- informacje, które – zgodnie z obowiązującymi przepisami – przedsiębiorstwo ma obowiązek ujawniać (są to przede wszystkim sprawozdania, raporty roczne, półroczne, kwartalne oraz komunikaty bieżące, dane przekazywane urzędowi statystycznym oraz wszelkie inne publikacje, takie jak prospekty emisyjne, memoranda itp.),
- informacje nieogłaszane wprost przez przedsiębiorstwo, lecz odczytywane przez rynek pośrednio poprzez analizę podejmowanych przez podmiot działań oraz płynących z niego sygnałów (chodzi m.in. o antycypowanie stanu, perspektyw rozwojowych podmiotu, jego zamierzeń itp.)⁷,

⁶ Kwestia relacji między wartością wewnętrzną a rynkową przedsiębiorstwa w kontekście efektywności rynku, zachowań jego uczestników oraz czynników kształtujących cenę rynkową była tematem szerszych rozważań w: [Mikołajewicz 2010b, s. 700-712].

⁷ Do sygnałów tych zalicza się m.in. takie zdarzenia, jak: emisja/odkup akcji, zaciągnięcie/splata kredytu, wypłata/odstąpienie od wypłaty dywidendy, zakup/sprzedaż akcji przez kierownictwo. Pomimo istnienia pewnych wytycznych w interpretacji sygnałów (por. teoria sygnałów, *signalling theory*),

- informacje poufne, niejawne, które ze względów prawnych, a także znaczenia dla przedsiębiorstwa nie mogą być opublikowane lub ich ujawnienie musi zostać odroczone w czasie.

Dostępne na rynku informacje analizować można także przez pryzmat dwóch obszarów:

- obszaru niezależnego od działań przedsiębiorstwa, zawierającego informacje z makro- i mikrooczenia podmiotu, których źródłem są podmioty trzecie,
- obszaru aktywnej komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem, gdzie źródłem informacji, a także ich głównym przedmiotem, jest sama spółka.

Jeśli chodzi o pierwszy z obszarów, to pomimo istnienia relatywnie dużej bazy informacji oraz wyspecjalizowanych w jej dostarczaniu podmiotów, występują ograniczenia związane z trudnościami w znalezieniu pożądaných danych, z różnicami w metodologii liczenia (a co za tym idzie – odmiennymi szacunkami badanych zjawisk), aktualnością publikowanych danych, kwestią odpłatności czy też brakiem analiz interesującej inwestora sfery, branży i z czasem potrzebnym do sporządzenia takiej analizy.

W przypadku drugiego obszaru badania zarówno dla rynku polskiego [Niedziółka 2008, s. 67, 68], jak i innych rynków [PWC 2007a] pokazują, że publikowane przez przedsiębiorstwa informacje są zazwyczaj niezadowolające pod względem jakości i zakresu. Przedsiębiorstwa ograniczają się najczęściej do podawania informacji wymaganych prawem, przyjmują pasywną postawę informowania, odmawiają publikacji dodatkowych danych, zasłaniając się przy tym często tajemnicą handlową. Zastrzeżenia budzi także wiarygodność danych oraz słabo rozwinięte raportowanie z zakresu czynników niefinansowych i danych prognostycznych.

Okazuje się zatem, że wciąż jeszcze pozostają sfery działalności przedsiębiorstw o zbyt małym zakresie raportowania. Jednocześnie ze względu na różną siłę oddziaływania poszczególnych interesariuszy na przedsiębiorstwo, mamy często do czynienia z sytuacją, w której zasoby informacji posiadanych przez nich nie są tożsame. Dzieje się tak mimo istnienia prawnych uregulowań dotyczących dostępu do informacji oraz ich publikacji przez podmioty gospodarcze.

Jak pokazuje badanie PWC [Nally 2001, s. 1], większość inwestorów, analityków i zarządzających uznaje sprawozdania przedsiębiorstw za umiarkowanie użyteczne, przy czym mniej niż 20% badanych inwestorów i analityków uważa je za bardzo przydatne, przy około 15% odpowiedzi o znikomej wadze lub bezużyteczności raportów. Potwierdzają to także wcześniejsze badania np. I. Colemana i R. Ecclesa [1997, s. 2, 3] dotyczące rynku brytyjskiego i amerykańskiego, a także badania innych rynków prowadzone przez PWC [Eccles i in. 2001, s. 3, 4].

pamiętać należy, że ocena zjawisk gospodarczych dokonywana przez inwestorów cechuje się pewnym stopniem subiektywizmu. Możliwe są więc nadal rozbieżności w ich praktycznej analizie, co rzutować będzie na konstruowany na ich podstawie obraz przedsiębiorstwa [Goldstrom, Mikołajewicz 2002, s. 150-164; Jerzemowska 1999, s. 118-129].

Badanie PWC z 2007 r., oparte na analizie opinii użytkowników z takich krajów, jak Australia, Wielka Brytania, Ameryka Północna, Europa kontynentalna, wskazuje na dużą zgodność poglądów inwestorów, analityków i pracowników na temat przydatności poszczególnych części sprawozdań finansowych w ocenie efektywności przedsiębiorstwa. Większość badanych uważa za najważniejszy w tym zakresie rachunek zysków i strat⁸, w równym stopniu doceniając wagę rachunku przepływów pieniężnych i raportu z analizy segmentów, a na ostatnim miejscu stawiając bilans [PWC 2007c, s. 12, 13].

Wymagana prawem sprawozdawczość ma jednak nastawienie zbyt historyczne, kosztowe i nie informuje w wystarczający sposób o czynnikach siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, czynnikach tworzących oraz chroniących wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa (szczególnie tych niematerialnych). Uczestnicy rynku kapitałowego oczekują znacznie szerszych informacji o działalności przedsiębiorstwa, których nie będą w stanie pozyskać bez dobrowolnych ujawnień przez spółkę.

Powyższe spostrzeżenia potwierdza zarówno praktyka gospodarcza, jak i przeprowadzane badania. Wśród wymienianych niedoskonałości sprawozdań finansowych wskazuje się między innymi następujące kwestie [PWC 2007b; PWC 2007c]:

1) rachunek zysków i strat:

- zbyt mała szczegółowość,
- brak możliwości ustalenia, czy wzrost przychodów, zysków ma charakter trwały, czy jest to wzrost typu organicznego, czy wynika z przejęć i akwizycji, czy też ze zwiększonej ilości sprzedaży, wzrostu cen lub innych czynników,
- brak szczegółowego rozbicia na operacje powtarzalne i niepowtarzalne⁹,
- brak szczegółowego rozbicia kosztów (m.in. brak podziału na koszty zmienne, *quasi*-stałe i stałe, koszty działalności podstawowej i pozostałej, podziału odpowiadającego naturze kosztów i miejscom ich ponoszenia),
- brak szczegółowej informacji dotyczącej przychodów i kosztów w rozbiciu na zrealizowane i niezrealizowane,
- przesłanianie wyników podstawowej działalności operacyjnej przez odpisy aktualizujące aktywa i tworzone rezerwy,
- potrzeba większego rozbicia pozycji dotyczącej podatku,
- zbyt duże możliwości wpływania przez zarządzających na kształt publikowanych danych, a także brak informacji o założeniach i przyjętej polityce rachunkowości;

2) bilans:

⁸ Trzy najczęściej poszukiwane dane z rachunku zysków i strat to: zysk netto, przychody i zysk operacyjny (EBIT).

⁹ Do tych ostatnich zaliczyć można m.in.: przerwane, zarzucone działalności, niezwykle duże transakcje, których prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości jest nikłe (a także związane z nimi zdarzenia, np. powstanie dużej kwoty należności, zobowiązań itp.), transakcje jednostkowe, unikalne (np. sprzedaż nieruchomości czy nietypowe nabycie aktywu inwestycyjnego), efekty zdarzeń naturalnych (powódzie, pożary itp.), zmiany w stosowanej polityce rachunkowości.

- nie wszyscy użytkownicy uważają wprowadzanie cen rynkowych czy wartości godziwej za pożądane (wyceny te powinny być stosowane głównie do płynnych aktywów i aktywów inwestycyjnych, przy czym konieczne jest podawanie przyjętych do wyceny założeń)¹⁰,
- mała przydatność bilansu do oceny wartości niematerialnych,
- niedostateczna, niejasna informacja o podatkach (w tym odroczonym),
- niedostateczna informacja o tworzonych rezerwach (w tym dotyczących świadczeń emerytalnych),
- brak danych dotyczących wartości odtworzeniowej aktywów;
- 3) rachunek przepływów pieniężnych:
 - zbyt mała szczegółowość rachunku i dotyczących go not finansowych,
 - trudności w powiązaniu danych z rachunku zysków i strat z danymi w rachunku przepływów pieniężnych;
- 4) inne:
 - problem wiarygodności i porównywalności danych ze względu na różnice w stosowanych standardach rachunkowości,
 - potrzeba większej zgodności, jednolitości w czasie,
 - konieczność uzupełnienia danych finansowych o analizy zarządu oraz o informacje opisowe, kontekstowe, dotyczące rynku, strategii, zarządu, kreowania wartości oraz planów i zamierzeń na przyszłość – informacje te stanowią niezbędny element do całościowej oceny przedsiębiorstwa (badania wskazują [PWC 2007a, s. 6 i 7], że mimo iż informacje opisowe zajmują ponad połowę raportów, to zbyt skupiają się one na rezultatach działalności, zamiast na czynnikach je kształtujących oraz łańcuchu wartości; w wypadku informacji opisowych kwestionowana bywa czasami ich obiektywność czy aktualność),
 - braki w raportowaniu segmentowym (prezentacja działalności w podziale na linie produktowe, jednostki biznesowe, rynki zbytu wraz z towarzyszącymi im miarami efektywności)¹¹,
 - potrzeba lepszego raportowania w zakresie wpływów i wydatków oraz towarzyszących im ryzyk (wrażliwości na zmiany stóp procentowych, kursów walutowych itp.).

Według analityków i inwestorów do niedostatecznie prezentowanych obszarów informacji w rocznych raportach należą takie sfery, jak [Eccles i in. 2001, s. 132, 133]: wzrost rynku, jego wielkość, udział w rynku, przychody z nowych produktów, stopień sukcesu nowych produktów oraz długość cyklu tworzenia nowych produktów, stopień pokrycia zamówień, wykorzystanie mocy produkcyjnych, środowisko konkurencyjne, kapitał intelektualny, rotacja klientów, pracowników, kanały dystry-

¹⁰ Obawy przed stosowaniem wartości rynkowych dotyczą głównie sposobów określenia wartości (subiektywności wycen i ich wiarygodności), zmienności cen rynkowych oraz wpływu przeszacowań na zyski i koszty przedsiębiorstwa.

¹¹ Tak zwany *segment reporting*, rzadko spotykany w sprawozdawczości polskich przedsiębiorstw.

bucji, marki i ich rozpoznawalność, efektywność poszczególnych segmentów działalności, strategiczne kierunki działania.

Na podkreślenie zasługuje także ubogi zakres ujawnień dotyczących danych prognostycznych, który wymaga usprawnień. Przedsiębiorstwa niechętnie publikują takie dane, co wynika, po pierwsze, z obawy, że prognozy nie sprawdzą się (na co rynek zareaguje negatywnie), a po drugie, z faktu, że z chwilą ich udostępnienia spółka giełdowa (wg prawa polskiego) zobowiązana jest do ich monitorowania, aktualizowania i raportowania (wraz z podaniem powodów zmian) w przypadku odchyień większych niż 10%. Ponadto w raporcie kwartalnym i półrocznym zarząd musi przedstawić stanowisko co do możliwości realizacji prognoz [Rozporządzenie MF... § 31 ust. 1 i 2, § 87 ust. 7 pkt 4 oraz § 89 ust. 1 pkt 3]. Praktyka pokazuje, że spółki podają w takiej sytuacji głównie czynniki zewnętrzne (np. kursy walutowe, ceny surowców, zmiany koniunktury itp.), rzadziej czynniki wewnętrzne, za które ponoszą bezpośrednią odpowiedzialność.

Z jednej strony informacje prognostyczne dyscyplinują zarząd, stanowiąc bazę porównań dla wyników faktycznie osiągniętych, z drugiej zaś bywają często zbyt optymistyczne i należy podchodzić do nich z rezerwą w trakcie oceny wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. Prognozy powinny być sporządzane dla dostatecznie stabilnych i przewidywalnych warunków oraz działalności w połączeniu z analizą czynników będących poza i pod kontrolą spółki (włączając w to ewentualne symulacje).

W raportach finansowych, na co wskazywano, brakuje też bardzo często informacji na temat aktywów niematerialnych posiadanych przez przedsiębiorstwo. Aktywa te zyskują stale na znaczeniu, lecz wciąż jeszcze istnieje szereg problemów w zakresie ich właściwego pomiaru i prezentacji w sprawozdaniach spółek, mimo że podejmowane są inicjatywy mające usystematyzować tę kwestię oraz umożliwić wypracowanie wspólnych narzędzi i metod mierzenia oraz prezentacji aktywów niefinansowych¹².

Jednym z takich przykładów¹³ może być propozycja stworzenia bilansu kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa (*Intellectual Capital Balance Sheet*) [Leadbeater, s. 27], karty wyników kapitału intelektualnego (*Knowledge Capital Scoreboard*) [Mintz 1999; 2000; 2001] czy też indeksu tworzenia wartości (*Value Creation Index*) [Low 2000, s. 254-256; Kalafut, Low 2001]. Tak długo jednak, jak metodologia i narzędzia dotyczące aktywów niefinansowych nie uzyskają szerszego konsensusu, ujmowanie

¹² W opinii zarządzających (badanie dotyczyło branży *high-tech* [Eccles i in. 2001, s. 129]) systemy wewnętrzne uzyskują wysoką ocenę jedynie w kontekście raportowania danych finansowych, w przypadku wewnętrznych danych niefinansowych – średnią, a niską, gdy sprawa dotyczy czynników z otoczenia zewnętrznego spółki.

¹³ Narzędzi i koncepcji mierzenia aktywów niematerialnych, kapitału intelektualnego jest oczywiście znacznie więcej. Por. chociażby [Sveiby 2001-2005], gdzie przedstawione są 34 takie metody. Por. także [Dudycz 2005, s. 215-234].

tych aktywów w raportach przedsiębiorstw nie będzie powszechne¹⁴, co więcej, może budzić uzasadnione obawy (zarówno sporządzających sprawozdania, jak i ich odbiorców)¹⁵.

Dane zawarte w standardowych sprawozdaniach finansowych trudno więc uznać za wystarczającą podstawę do określenia wartości wewnętrznej spółki. Informacje ujawniane przez spółki to zaledwie wycinek ważnych informacji o przedsiębiorstwie. Jak słusznie zauważa AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) (za: [Black i in. 2000, s. 276]), „sprawozdania finansowe tracą na znaczeniu, ponieważ nie są zorientowane na przyszłość i nie podają informacji opartych na wartości. [...] Aby wychodzić naprzeciw zmieniającym się potrzebom użytkowników, sprawozdawczość gospodarza musi: dostarczać więcej informacji o planach, możliwościach, ryzyku i niepewności, skupiać się bardziej na czynnikach tworzących długoterminową wartość, w tym na miernikach niefinansowych określających powodzenie kluczowych procesów gospodarczych, [oraz] lepiej korelować informacje podawane zewnątrznie z informacjami podawanymi wewnątrznie kierownictwu do celów zarządczych”.

Istnieje zatem konieczność wypracowania rzetelnego i przejrzystego zakresu opisowego raportu, który nie będzie się ograniczał jedynie do analizy danych finansowych, ale będzie uwzględniał źródła i czynniki tworzenia wartości, informacje natury miękkiej, jakościowej, trudno mierzalne, prospektywne. Chodzi także o wyrobienie pewnej atmosfery transparentności, kompletności oraz wiarygodności polityki informacyjnej spółki, która nie jest oparta na przymusie. Kształt i zawartość rocznego raportu powinny odpowiadać oczekiwaniom interesariuszy, przy uwzględnieniu przez władze spółki obiektywnych ograniczeń. Sprostanie wszystkim oczekiwaniom informacyjnym interesariuszy nie jest oczywiście możliwe, zarówno ze względów technicznych, jak i czasowych. Co więcej, mogłoby się to okazać niekorzystne dla spółki, która musi brać pod uwagę zarówno korzyści, jak i koszty szerszego zakresu ujawnień¹⁶. Przedsiębiorstwa muszą jednak uwierzyć i przekonać się, że otwartość informacyjna korzystnie wpływa na ich wizerunek oraz wartość.

Jak pokazują badania PricewaterhouseCoopers, użytkownicy raportów nie wyrażają poparcia dla jednego, ujednoczonego dla wszystkich przedsiębiorstw modelu raportu (wolę taką wyrażało zaledwie 10% ankietowanych) [PWC 2007c, s. 28, 29].

¹⁴ Jednym z bardziej znanych przykładów raportowania aktywów niematerialnych jest Nawigator firmy Skandia. Nawigator ten bazuje na monitorze aktywów niematerialnych (IAM) K.E. Sveiby'ego oraz strategicznej karcie wyników (BSC) R.S. Kaplana, D.P. Nortona. Por. K.E. Sveiby, *Skandia AFS Business Navigator*, <http://www.sveiby.com> i <http://www.skandia.com>.

¹⁵ Na przykład przeciwnicy ujmowania aktywów niefinansowych w bilansie argumentują, że rachunkowość finansowa nie została stworzona z myślą o raportowaniu tego typu wartości – historyczny cel to udostępnianie wiarygodnych danych o transakcjach z trzecimi podmiotami. Aktywowanie kosztów związanych z aktywami niematerialnymi lub ujmowanie tych aktywów w bilansie w wartościach rynkowych może przyczynić się do spadku wiarygodności tego sprawozdania [McLean 1999].

¹⁶ Korzyści i koszty szerokiego zakresu ujawnień przedstawione zostały m.in. w: [Mikołajewicz 2010a, s. 145-159].

Dużo większym poparciem cieszył się pomysł wprowadzenia ujednoczonych sprawozdań w ramach poszczególnych sektorów – opowiadało się za nim około 50% inwestorów i analityków przy zaledwie 30% pracowników. Istnieje jednak zgodność co do tego, że nie powinno się pozostawiać zarządowi zbyt dużych możliwości swobodnego kształtowania formuły raportu.

Posiadanie odpowiednich informacji nie jest oczywiście celem samym w sobie. Informacje te trzeba bowiem efektywnie przetworzyć i przeanalizować. W tym celu trwają prace nad stworzeniem i wdrożeniem ujednoczonego elektronicznego standardu raportowania finansowego – XBRL (*eXtensive Business Reporting Language*)¹⁷. Ma on zautomatyzować proces sprawozdawczy, ustandaryzować raporty, umożliwić przetwarzanie danych jakościowych (opisowych). Jest to język projektowany jako otwarty, wolny od opłat licencyjnych standard. Korzyści, jakie ma przynieść, to m.in. zautomatyzowanie przetwarzania danych (uniknięcie czasochłonnego, ręcznego wprowadzania danych i związanych z tym ewentualnych błędów, tym samym także poprawa jakości informacji oraz skrócenie czasu na przesłanie i analizę danych), obniżenie kosztów, możliwości pracy z danymi finansowymi niezależnie od języka używanego w danym kraju i wykorzystywanych standardów rachunkowości, możliwość elastycznej, zależnej od potrzeb i celów, selekcji, analizy i prezentacji danych [Hojda, Piechocki 2005; Remisiewicz 2006, s. 603].

4. Podsumowanie

Dostępność aktualnych i wiarygodnych informacji leży u podstaw efektywności rynku kapitałowego. Jeśli informacje są niepełne, zatajane, udostępniane z opóźnieniem lub nierzetelne, dochodzi do powstawania luki wartości, a więc odchyień pomiędzy wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa a jego wartością rynkową.

Właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem odgrywa ważną rolę nie tylko w procesie tworzenia, mierzenia i zarządzania wartością przedsiębiorstwa, ale także przy domykaniu luki wartości.

Z tego punktu widzenia istotne jest zapewnienie właściwego przepływu informacji zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i w relacjach przedsiębiorstwo–otoczenie. Ponieważ wartość tworzona jest w łańcuchu powiązań i relacji, zatem także proces komunikacji przedsiębiorstwa z otoczeniem (ujawnianie i pozyskiwanie informacji) powinien obejmować możliwie szeroką grupę podmiotów, tj. pracowników, klientów, dostawców, partnerów biznesowych, inwestorów itp. Spółka, która chce odnosić sukcesy, nie może zamykać się na otoczenie.

¹⁷ XBRL jest już wykorzystywany w Polsce przez NBP do raportowania wyników banków, a do jego wprowadzenia przygotowuje się m.in. KNF (dla rynku kapitałowego).

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Coleman I., Eccles R., *Pursuing Value: Reporting Gaps in the United Kingdom*, 1997, <http://store.barometersurveys.com>.
- Crow J., Aubin C., Kirtely O., Nakahira K., Ramsay I., Saucier G., Ward G., *Rebuilding Public Confidence in Financial Reporting. An International Perspective*, IFAC, New York 2003, <http://www.ifac.org>.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., *The Value Reporting Revolution. Moving Beyond The Earnings Game*, PWC, John Wiley & Sons, New York 2001.
- Gajewska-Jedwabny A., *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2005.
- Goldstrom K., Mikołajewicz G., *Wpływ sygnałów wysyłanych przez spółkę na cenę jej akcji na przykładzie GPW w Warszawie*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek finansowy. Debiuty ekonomiczne*, Wydawnictwo AEP, Poznań 2002.
- Hojda M., Piechocki M., *XBRL informatyczny język biznesu*, „CFO Magazyn Finansistów” 2005, <http://cfo.cxo.pl>.
- Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa 1999.
- Kalafut P., Low J., *The value creation index: Quantifying intangible value*, „Strategy and Leadership” 2001, 29 May.
- Leadbeater C., *New measures for the new economy*, ICAEW, <http://www.oecd.org>.
- Low J., *The value creation index*, Cap Gemini Ernst & Young, „Journal of Intellectual Capital” 2000, vol. 1, no. 3.
- Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- McLean R., *Value creation and value realization: A thought experiment on linking ideas and cash flow*, ICM Gathering 2, CICA and MatrixLinksInternational Inc., San Francisco 1999, February 25.
- Mikołajewicz G., *Korzyści i koszty value reporting*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010a.
- Mikołajewicz G., *Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji*, [w:] J. Sobiech (red.), *Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010b.
- Mintz S.L., *Seeing is believing. A Better Approach To Estimating Knowledge Capital*, CFO 1999, February, vol. 15.
- Mintz S.L., *CFO's Second Annual Knowledge Capital Scoreboard: A Knowing Glance*, 2000, February 1, <http://www.cfonet.com>.
- Mintz S.L., *The Third Annual Knowledge Capital Scoreboard: Treasures Revealed*, CFO 2001, April 1.
- Nally D.M., *Reinventing corporate reporting*, PWC 2001, May.
- Niedziółka D.A., *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008.
- PWC, *Corporate reporting – a time for reflection*, 2007a, April, <http://www.corporatereporting.com>.
- PWC, *Corporate reporting. Is it what investment professionals expect?*, 2007b, September, <http://www.corporatereporting.com>.
- PWC, *Performance statement. Coming together to shape the future*, 2007c, December, <http://www.corporatereporting.com>.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa 1999.

Remisiewicz M., *Nowe technologie w relacjach inwestorskich*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.

Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, DzU z 2009, nr 33, poz. 259 z późn. zm.

Sveiby K.E., *Measuring Models for Intangible Assets and Intellectual Capital*, 2001-2005, <http://www.sveiby.com>.

Sveiby K.E., *Skandia AFS Business Navigator*, <http://www.sveiby.com> i <http://www.skandia.com>.

VALUE GAP IN THE CONTEXT OF FINANCIAL REPORTING

Summary: The article presents the sources of value gap, i.e. the difference in the enterprise value perception from the inside and the capital market perspective, resulting in the deviations of the market value from the intrinsic value of the enterprise. The article addresses the financial reporting and its imperfections in the context of value reporting as well as emphasizes the role of enterprise-market communication in the value gap closing process.

Keywords: value gap, intrinsic value, market value, capital market, financial reporting, value reporting.