

Dominika Hadro, Marek Pauka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mails: dominika.fijalkowska@ue.wroc.pl; marek.pauka@ue.wroc.pl

JAKOŚĆ RAPORTÓW FINANSOWYCH A ZMIANA RYNKU NOTOWAŃ Z NEWCONNECT NA RYNEK REGULOWANY¹

QUALITY OF FINANCIAL REPORTS VS. CHANGE OF STOCK EXCHANGE MARKET FROM ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET (NEWCONNECT) TO REGULATED MARKET

DOI: 10.15611/pn.2016.462.04

JEL Classification: G14, G38, M41

Streszczenie: Jakość ujawnianych przez spółki giełdowe informacji w raportach finansowych to kluczowy problem zarówno z perspektywy teoretycznej, jak i praktycznej. Jakość raportów finansowych została na potrzeby artykułu zdefiniowana jako liczba nieobowiązkowych informacji (finansowych i niefinansowych), które emitenci dobrowolnie ujawniają w sprawozdaniach rocznych. Autorzy zbadali, czy zmiana rynku notowań z alternatywnego systemu obrotu na rynek regulowany spowodowała, że zarządy spółek zwiększyły zakres ujawnianych dodatkowych nieobowiązkowych informacji w rocznych sprawozdaniach finansowych. Badając spółki, które przeszły z NewConnect na rynek regulowany w latach 2009-2013, autorzy wykazali, że taka oczekiwana poprawa jakości sprawozdań wystąpiła, choć wciąż jest obszar do poprawy. Do analizy wykorzystano wskaźnik jakości zaproponowany przez Eugstera i Wagnera, zmodyfikowany i dopasowany do polskich warunków.

Słowa kluczowe: jakość sprawozdań finansowych, alternatywne rynki inwestycyjne, ujawnienie informacji.

Summary: Quality of information disclosed by public companies in financial reports is a crucial problem both from practical and theoretical perspective. The paper checks if the company changes the stock-exchange market form alternative investment market (NewConnect) to regulated market. It results in increasing non-obligatory information range in yearly financial statements. Our sample consists of public companies which changed the market in 2009-2013. We show that the expected improvement in the quality of reports appeared, although it

¹ Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HS4/05926.

is still an area for improvement. For the analysis, the quality index proposed by Eugster and Wagner was used, which was modified and adapted to Polish conditions.

Keywords: quality of financial statements, alternative investment markets, information disclosure.

1. Wstęp

Jakość ujawnianych przez spółki giełdowe informacji w raportach finansowych (dalej jako wskaźnik JRF) to kluczowy problem zarówno z perspektywy teoretycznej, jak i praktycznej. W licznych raportach przedstawiciele regulatorów rynku, jak i podmiotów nadzorujących rynki wskazują, że jakość i przestrzegane zasady ładu korporacyjnego wpływają na ochronę inwestorów i funkcjonowanie rynków kapitałowych poprzez spadek poziomu niepewności i możliwości manipulacji wynikami [Cadbury Committee Report 1992; OECD 1999, s. 12 i 14; Blue Ribbon Report 1999, s. 1077-1078]. Teoria agencji przewiduje, że przedsiębiorstwa z wysokimi kosztami agencji będą próbować zredukować je poprzez mechanizmy kontrolne, takie jak działania monitorujące (w ramach ładu korporacyjnego) i rozszerzenie polityki informacyjnej o informacje nieobowiązkowe [Jensen, Meckling 1976; Leftwich i in. 1981; Fama, Jensen 1983, za: Allegrini, Greco 2013]. Z raportu OECD wynika, iż doświadczenia państw posiadających szerokie i aktywne rynki kapitałowe wskazują, że publikowanie danych na temat wyników przedsiębiorstw może być również znakomitym instrumentem pozwalającym wpływać na zachowania spółek i chronić inwestorów, a także pomaga w przyciąganiu kapitału i w utrzymywaniu wiarygodności rynków kapitałowych. Niedostateczne bądź niejasne informacje mogą hamować efektywne funkcjonowanie rynków, podwyższać koszty kapitału i prowadzić do nieefektywnej alokacji zasobów [OECD 1999].

Botosan wskazuje jednak, że zakres ujawnianych informacji wciąż pozostaje problematyczny. Istnieją modele wyceny sugerujące, że zwiększenie zakresu ujawnianych informacji redukuje koszt kapitału, ale są też (nieliczne) badania empiryczne dowodzące, że takie działania powodują efekt odwrotny, tzn. wzrost zmienności ceny, a przez to wzrost ryzyka² [Botosan 1997]. Autorka wskazała również na ożywioną dyskusję w USA przeciwników i zwolenników rozszerzania zakresu informacyjnego.

Jakość raportów finansowych została na potrzeby artykułu zdefiniowana jako liczba nieobowiązkowych informacji (finansowych i niefinansowych), które emittenci dobrowolnie ujawniają w sprawozdaniach rocznych i kwartalnych [Botosan 1997; Eng, Mak 2003]. Dodatkowe informacje ujawniane w obowiązkowych rapor-

² Podobne kontrowersje wzbudza ograniczenie raportów okresowych do rocznych i półrocznych oraz rezygnacja z katalogu zdarzeń, których publikacja będzie obowiązkowa w ramach raportów okresowych, co jest przedmiotem ożywionej dyskusji wśród praktyków w krajach Unii Europejskiej.

tach okresowych mogą redukować asymetrię informacji i ograniczać koszty agencji [Verrecchia 2001].

Alternatywne systemy obrotu, do których zaliczany jest NewConnect, to rynki z ograniczonymi w stosunku do rynków regulowanych obowiązkowymi wymogami informacyjnymi. Jednocześnie wielu inwestorów instytucjonalnych podkreśla, że właśnie z tego powodu nie inwestuje na NewConnect. Rynek ten charakteryzuje się cechami, które sprzyjają wzrostowi asymetrii informacji. Spółki są relatywnie małe, często zarząd stanowią osoby kontrolujące podmiot, przy czym na rynku pozostaje niewiele akcji w obrocie (niski poziom *free float*). Akcje są sprzedawane na rynku prywatnym relatywnie niewielkiej liczbie inwestorów, często powiązanych z dotychczasowymi inwestorami albo z autoryzowanym doradcą koordynującym procesy. Z drugiej strony ujawnianie dodatkowych informacji to atrakcyjne źródło wiedzy o spółce dla konkurencji, a także często wzrost kosztów funkcjonowania.

Coraz liczniejsze przypadki przechodzenia z alternatywnego systemu obrotu na rynek regulowany skłaniają do postawienia pytania, czy spółki traktujące rynek NewConnect jako swoiste przedszkole zmieniły swoją politykę informacyjną i po przejściu na rynek regulowany giełdowy zwiększyły poziom ujawnianych informacji. Mimo iż obowiązki informacyjne spółek notowanych na głównym parkiecie są wyższe, wiele spółek z NewConnect planujących przejście na rynek główny, dopasowywało swoje strategie informacyjne. Jednocześnie zakres ujawniania dodatkowych nieobowiązkowych informacji był bardzo niski na obu rynkach.

Celem artykułu jest ustalenie, czy zmiana rynku notowań z rynku alternatywnego na rynek regulowany wpływa na zmianę jakości rocznych raportów finansowych. Ponadto podjęto próbę identyfikacji elementów JRF w warunkach polskich dla spółek zmieniających rynek notowań.

2. Dotychczasowy dorobek naukowy

W licznych badaniach wskazano, że jakość sprawozdań pozytywnie przekłada się na funkcjonowanie rynku akcji, w szczególności wskazać można następujące przykłady:

- lepsza jakość raportów może wpłynąć na zmniejszenie kosztów agencyjnych, gdyż pozwala na lepsze monitorowanie działań podejmowanych w spółkach [Jensen, Meckling 1976],
- asymetria informacji zmniejsza się wraz ze wzrostem jakości sprawozdań finansowych [Glosten, Milgrom 1985],
- wycena spółek mało znanych (małe, objęte rekomendacjami, rzadko obecne w mediach) w najmniejszym stopniu zawiera ujawnione informacje i w największym stopniu reaguje na poprawę JRF [Eugster, Wagner 2011].

W wielu pracach, np. [Welker 1995; Lang, Lundholm 1993; Verrecchia 1983, 1990; Barry, Brown 1984, 1985; Merton 1987; Kim, Verrecchia 1994], autorzy empirycznie dowiedli prawdziwości wniosków wynikających z modelu Golstena i Mil-

groma, wskazując, że przedsiębiorstwa, które publikują raporty finansowe o lepszej jakości, są w większym stopniu obserwowane przez analityków, co redukuje negatywną selekcję oraz pozytywnie wpływa na jakość prognoz analityków i ich różnicowanie [Lang, Lundholm 1993, 1996]. Ponadto redukcja asymetrii informacji pomiędzy zarządzającymi i inwestorami zewnętrznymi zwiększa płynność akcji oraz zainteresowanie spółkami ze strony inwestorów [Verrecchia 1983, 1990; Barry, Brown 1984, 1985; Merton 1987; Kim, Verrecchia 1994].

Jakość sprawozdań finansowych pod kątem ujawniania informacji jest przedmiotem wielu badań, jednak są one skoncentrowane na rynkach regulowanych i dotyczą przede wszystkim relacji jakości sprawozdań i kosztu kapitału własnego [Botosan 1997; Diamond, Verrecchia 1991; Lambert i in. 2007; Sengupta 1998], jakości sprawozdań oraz finansowych cech emitentów [Eng, Mak 2003; Healy i in. 1999; Mallin, Ow-Yong 2009], jakości sprawozdań i cech ładu korporacyjnego [Beekes, Brown 2006; Bushman, Smith 2001]. Mimo że alternatywne rynki akcji (*alternative investment markets*, AIMS) zyskują na znaczeniu wśród europejskich rynków finansowych, niewiele jest publikacji z obszaru jakości sprawozdań bezpośrednio dotyczących tych rynków (wyjątki to: [Mallin, Ow-Yong 2009; Fijałkowska i in. 2011]).

Na podstawie dotychczasowych badań dla rynków giełdowych można wskazać na następujące zależności:

- lepsza jakość raportów może wpłynąć na zmniejszenie kosztów agencyjnych, gdyż pozwala na lepsze monitorowanie działań podejmowanych w spółkach [Jensen, Meckling 1976],
- asymetria informacji zmniejsza się wraz ze wzrostem jakości sprawozdań finansowych [Glosten, Milgrom 1985],
- wycena spółek mało znanych (małe, objęte rekomendacjami, rzadko obecne w mediach) w najmniejszym stopniu zawiera ujawnione informacje i w największym stopniu reaguje na poprawę JRF [Eugster, Wagner 2011],
- spółki, które publikują raporty o lepszej jakości, są przedmiotem większego zainteresowania analityków, co również redukuje negatywną selekcję, przewidywania analityków co do przyszłych zysków są bardziej zgodne oraz zauważa się mniejszą ich zmienność [Lang, Lundholm 1993],
- zmniejszenie asymetrii informacji między menedżerami a zewnętrznymi inwestorami dzięki polepszeniu jakości raportów ma pozytywny wpływ na płynność akcji i na zwiększenie zainteresowania inwestorów instytucjonalnych [Verrecchia 1983; Barry, Brown 1985; Merton 1987] i inni,
- redukcja kosztu kapitału własnego poprzez publikacje lepszej jakości raportów wynika z redukcji ryzyka inwestorów związanego z niepewnością co do przyszłych stóp zwrotu i wielkości przepływów pieniężnych z tytułu posiadanych papierów wartościowych, np. [Barry, Brown 1985; Coles i in. 1995],
- redukcja kosztu kapitału własnego poprzez publikacje lepszej jakości raportów wynika ze zmniejszenia kosztów transakcyjnych. Inwestorzy płacą mniej za papiery wartościowe, które obarczone są wyższymi kosztami transakcyjnymi,

co wpływa na podwyższenie kosztu kapitału np. [Glosten, Milgrom 1985; Diamond, Verrecchia 1991].

Spółki z rynku NewConnect ze względu na charakter rynku zorganizowanego, na którym są notowane, nie publikują z reguły zbyt wielu dodatkowych informacji w sprawozdaniach finansowych. Są również rzadziej przedmiotem analiz ze strony analityków giełdowych. Dlatego poprawa jakości sprawozdań powinna być szczególnie ważna w sytuacji, gdy spółki te chcą „wykazać się”, przechodząc na rynek główny. W artykule została podjęta próba sprawdzenia, czy zmiana rynku notowań wpłynęła na zmianę strategii informacyjnej zarządów, realizowanej za pomocą rocznych sprawozdań finansowych.

3. Opis próby badawczej i metodyka badania

Autorzy przebadali łącznie 24 spółki pierwotnie notowane na NewConnect, które zmieniły rynek notowań na rynek giełdowy w latach 2009-2013. Ze względu na brak danych pominięto analizę sprawozdań finansowych 5 spółek. Ostatecznie poddanych analizie zostało 38 sprawozdań. Badaniem objęto roczne sprawozdania finansowe opublikowane jako pierwsze, gdy akcje analizowanych spółek były notowane na NewConnect, oraz pierwsze, gdy akcje przeniesiono na rynek giełdowy. Do porównania dokonano analizy również sprawozdań spółki LUG SA, za które spółka otrzymała nagrodę w konkursie na najlepsze sprawozdanie roczne w 2012 roku i najlepsze sprawozdanie z działalności na NewConnect. LUG SA miała w planach przejście na parkiet główny, jednak nie spełniała wymogów związanych z minimalnym poziomem kapitalizacji.

Na podstawie badań Eugstera i Wagnera [2011] stworzono listę kontrolną, zawierającą pytania o obecność w sprawozdaniu finansowym dodatkowych informacji, które mogą, ale nie muszą, być publikowane przez spółki w raportach rocznych. Lista zawierała 69 punktów (dodatkowych informacji) podzielonych na 15 kategorii (por. rys. 1). Jeżeli w raporcie pojawiła się informacja, przyznawano 1, a w przeciwnym przypadku 0. Na bazie 15 ocen cząstkowych stworzono syntetyczną miarę JRF. Raporty były oceniane przez autorów, a w przypadku niezgodności opinii dokonywano uzgodnień, tak aby wypracować wspólną ocenę.

Podmioty, które ostatecznie znalazły się w próbie badawczej, charakteryzowały się następującymi cechami:

- mediana liczby lat między sprawozdaniami wynosiła 2 lata,
- sześć podmiotów przy zmianie rynku zdecydowało się na nową emisję akcji,
- w obszarze wyników finansowych można było zauważyć, że:
 - sześć spółek, będąc na rynku ASO, wykazało straty na poziomie wyniku netto (13 wykazało zyski w analizowanych sprawozdaniach),
 - pięć spółek po przejściu na GPW wykazało straty na poziomie wyniku netto (14 wykazało zyski w pierwszych sprawozdaniach po tym, gdy spółki uzyskały status spółki giełdowej),

Ogólne wrażenie	List zarządu do akcjonariuszy	Informacje nt. rozwoju
Rynek i otoczenie	Strategia i czynniki sukcesu	Ludzie
Inwestycje	Marka, wartości niematerialne	Analiza historycznych wyników
Analiza wyników bieżących	Zarządzanie ryzykiem	Plany finansowe
Spółeczna odpowiedzialność biznesu	Komunikacja z inwestorami	Komentarz do wyceny rynkowej

Rys. 1. Kategorie dodatkowych informacji w sprawozdaniach finansowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Eugster, Wagner 2011].

- w 9 przypadkach zauważyć można poprawę rentowności na poziomie ROE (przy porównaniu raportów),
- w 15 przypadkach przychody wykazane w sprawozdaniu z GPW były wyższe niż w sprawozdaniu opublikowanym na NewConnect,
- również 15 podmiotów zwiększyło wartość kapitałów własnych (I rok na GPW w porównaniu z I rokiem na NC),
- wzrost na poziomie aktywów zanotowało 15 podmiotów (I rok na GPW w porównaniu z I rokiem na NC),
- w przypadku 11 spółek ceny wzrosły od debiutu na alternatywnym systemie obrotu do debiutu na GPW, akcje pozostałych 8 spółek straciły w trakcie notowań na rynku NC w porównaniu z debiutem giełdowym.

4. Wyniki

Autorzy oczekiwali, że zmiana rynku notowań będzie wiązała się z istotną poprawą ilości ujawnianych informacji nieobowiązkowych, co można by tłumaczyć chęcią ograniczenia kosztów związanych z asymetrią informacji oraz wyjściem zarządów spółek naprzeciw oczekiwaniom inwestorów instytucjonalnych, którzy podkreślają, że na rynku NewConnect nie poszukują okazji inwestycyjnych ze względu na przede wszystkim ograniczenie płynności notowanych instrumentów i zbyt dużą nieprzejrzystość (braki informacyjne) publikowanych sprawozdań finansowych³.

³ Autorzy przeprowadzili wywiady i badania ankietowe wśród przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych.

Ostateczne wyniki badania potwierdziły te oczekiwania. Wskaźnik JRF charakteryzował się następującymi cechami:

- 15 (79%) spółek poprawiło swoje sprawozdanie, a 4 (21%) spółki pogorszyły wskaźnik JRF,
- średni poziom wskaźnika dla NC wyniósł 4,24,
- średni poziom wskaźnika dla GPW wyniósł 5,75, przy czym wartości ekstremalne wyniosły:
 - wartość minimalna JRF: 1,05 dla rynku NewConnect oraz 2,08 dla raportów na GPW,
 - wartość maksymalna JRF: 7,82 dla rynku NewConnect oraz 9,93 dla raportów na GPW.

Dokonanie analizy szczegółowej składowych wskaźnika JRF umożliwiło identyfikację obszarów, w których nastąpiła największa poprawa, tj. w tych obszarach zarządy w największym stopniu rozszerzyły katalog ujawnianych informacji. Dotyczyło to przede wszystkim:

- analizy bieżących (ostatnich historycznych) wyników finansowych,
- komentarzy do podjętych historycznych działań inwestycyjnych.

Z kolei pewne rozczarowanie, jeśli chodzi o zakres ujawnianych informacji, wywołała skromna obecność komentarzy w następujących najrzadziej komentowanych obszarach:

- komentarz zarządu do cen akcji dla okresu, którego dotyczyło sprawozdanie – jedna spółka odniosła się do poziomu cen,
- formy komunikacji z inwestorami – dwie spółki opisały sposoby stosowane przez nie do kontaktu z inwestorami,
- społeczna odpowiedzialność biznesu – cztery spółki prezentowały działania podejmowane w tym obszarze,
- kapitał intelektualny – sześć spółek dokonało ujawnień w obszarze kapitału intelektualnego.

Dotyczyło to zarówno raportów opublikowanych na GPW, jak i raportów z czasów notowań na rynku ASO.

Udało się również zidentyfikować obszary, w których zarządy w sprawozdaniach finansowych rocznych decydowały się ujawniać najwięcej informacji nieobowiązkowych. W czasie gdy akcje spółek były notowane na NewConnect, następujące obszary zostały ocenione najlepiej:

- ogólne wrażenie,
- informacje na temat rozwoju,
- list zarządu do akcjonariuszy,
- komentarz do działań inwestycyjnych.

Z kolei raporty opublikowane po przejściu na rynek regulowany najwyższe oceny uzyskiwały w obszarach:

- ogólne wrażenie,
- komentarz do działań inwestycyjnych,

- informacje na temat rozwoju,
- komentarz do ostatnich wyników finansowych.

Prawdopodobnie ze względu na rozszerzony zakres informacji w pozostałej części sprawozdania finansowego w wersji obowiązującej na rynku giełdowym list do akcjonariuszy stał się swoistym wprowadzeniem do sprawozdania, dlatego jego zakres ulegał zawężeniu. Natomiast zapewne ze względu na oczekiwania inwestorów zarządy w większym stopniu koncentrowały się na komentowaniu wyników finansowych wykazanych w danym sprawozdaniu finansowym.

W tabeli 1 przedstawiono wyniki szczegółowe, analizujące jakość sprawozdań finansowych w przypadku spółek, które zmieniły parkiet i jednocześnie pozyskiwały kapitał z nowych emisji i które przechodziły na nowy parkiet bez emitowania kolejnych akcji. Zauważyć można, że w spółkach z nową emisją poprawa jakości sprawozdań mierzona wskaźnikiem JRF dokonała się w dużo większym stopniu niż w przypadku spółek, które takiej emisji nie przeprowadziły.

Tabela 1. JRF a zmiana rynku notowań

	Liczba przypadków	JRF NC	JRF GPW	Zmiana JRF (w pkt)
Bez nowej emisji	13	4,29	5,28	0,99
Z nową emisją	6	4,12	6,76	2,64

Źródło: opracowanie własne.

Z kolei w tabeli 2 przedstawiono informacje o wskaźniku JRF, porównując spółki, które w dniu debiutu na NewConnect były wyceniane poniżej ceny z dnia debiutu na GPW (spółki wzrostowe), ze spółkami, których cena w dniu debiutu na NewConnect była wyższa niż ta z debiutu na GPW (spółki spadkowe). W przypadku spółek wzrostowych (co można by interpretować, że były to spółki lepsze w oczach inwestorów) poziom wskaźnika był wyższy przed i po zmianie rynku notowań.

Tabela 2. JRF a zmiana ceny na rynku NewConnect

	Liczba przypadków	JRF NC	JRF GPW	Zmiana JRF (w pkt)
Wzrostowe*	10	4,82	6,06	1,24
Spadkowe	9	3,43	5,32	1,89

* 4 spółki, które pogorszyły JRF, należały do wzrostowych.

Źródło: opracowanie własne.

W 2013 roku spółka LUG SA została wyróżniona nagrodą The Best Annual Report 2012 dla NewConnect przez Instytut Rachunkowości i Podatków. Autorzy po-

stanowili porównać wyróżniony raport, który otrzymał również dodatkowe wyróżnienie za najlepsze sprawozdanie zarządu, czyli element, który w szczególności był analizowany w ramach oceny sprawozdawczości narracyjnej. Następnie wskaźnik JRF dla LUG porównano z innymi raportami, które miały wysokie oceny. Ostatecznie przy JRF na poziomie 9,95 raport LUG był oceniony na najwyższym poziomie, gdy tymczasem najlepsze spółki z badanej próby otrzymały następujące oceny za ujawnianie dodatkowych informacji:

- Mabion – 7,47 (NC); 9,93 (po przejściu na GPW),
- Quercus – 9,73 (po przejściu na GPW),
- Wadex – 7,82 (NC).

Podsumowując wyniki badań, należy wskazać, że oceniane sprawozdania finansowe wypadły słabo w porównaniu z wynikami uzyskiwanymi na rynkach rozwiniętych. Świadczy to o niskim poziomie ujawniania dodatkowych informacji, ale też o problemach z zasobami ludzkimi w przedsiębiorstwach z rynku NewConnect. Przykładowo jeden z przedstawicieli autoryzowanych doradców, pytany w wywiadzie przez autorów o przyczynę niskiego poziomu wskaźnika JRF wśród polskich emitentów na NC, wskazał, że zarządy małych spółek z reguły same zajmują się relacjami inwestorskimi. W sytuacji gdy ujawnią więcej informacji, niż jest to nałożone prawem, wówczas inwestorzy zaczynają dogłębniej dążyć temat, co jest dla zarządu dodatkowym obciążeniem i zabiera czas, który mogliby poświęcić na zarządzanie firmą.

Co zaskakujące, nie wystąpił ani efekt uczenia się, ani efekt chwalenia się. W pierwszym przypadku ani spółki wchodzące na rynek w kolejnych latach nie miały istotnie lepszego wskaźnika JRF, ani spółki, które później przechodziły na rynek regulowany, nie poprawiały tego wskaźnika. Nie stwierdzono również efektu chwalenia się, czyli spółki z lepszymi wynikami nie ujawniały istotnie więcej dodatkowych nieobligatoryjnych informacji. Być może spółki te nie wykazywały również zapotrzebowania na dodatkowy kapitał, dlatego ponadprzeciętny poziom ujawnianych informacji nie miał z punktu widzenia zarządów szczególnego znaczenia. Jednak zauważono zjawisko poprawy JRF w przypadku spółek, które na rynek GPW przechodziły z nową emisją (skierowaną do nowych inwestorów) w porównaniu ze spółkami, które takiej emisji nie przeprowadzały. Warto zauważyć również, że spółki, których ceny akcji rosły w czasie ich obecności na NC, miały wskaźniki wyższe niż spółki, na których akcjach inwestorzy straciliby trzymając je od pierwszego do ostatniego dnia notowań na NewConnect. Warto podkreślić również, że poprawa jakości nastąpiła w kluczowych dla inwestorów obszarach, tj. rozwój, inwestycje, analiza wyników bieżących.

5. Podsumowanie

W artykule autorzy przedstawili zastosowanie metody oceny sprawozdań finansowych dla spółek z alternatywnego systemu obrotu, a zatem w przypadku rynku

o ograniczonych wymogach informacyjnych. Do tej pory narzędzie to stosowano w przypadku spółek z rynków giełdowych. Za oryginalny wkład należy uznać opracowanie zestawu pytań w formie tzw. listy informacyjnej dla rynku polskiego.

Badanie wykazało, że jakość sprawozdań spółek zmieniających rynek poprawia się zgodnie z oczekiwaniami, ale jednocześnie brakuje efektu uczenia się i wykorzystania przez spółki rynku jako tuby medialnej do informowania inwestorów o swoich sukcesach (brak efektu chwalenia się dobrymi wynikami).

Autorzy mają świadomość, że ostateczne wnioski co do jakości informacyjnej polskich spółek korzystających z rynku NC jako „przedszkola” do wejścia na „duży” rynek należałoby wyciągnąć z uwzględnieniem polityki informacyjnej i jakości relacji inwestorskich, stosowanych poza sprawozdaniami finansowymi, np. rozszerzając zakres uwzględnianych czynników o korektę związaną z kompletną obecnością w mediach (np. ujawniane informacje w portalach internetowych skoncentrowanych na NC; czaty inwestorskie, newslettery).

Literatura

- Allegrini M., Greco M., 2013, *Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies*, Journal of Management and Governance, vol. 17, February, s. 187-216.
- Barry C., Brown S., 1984, *Differential information and the small firm effect*, The Journal of Financial Economics, vol. 13, s. 283-294.
- Barry C., Brown S., 1985, *Differential information and security market equilibrium*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 20, December, s. 407-422.
- Beekes W., Brown P., 2006, *Do better governed Australian firms make more informative disclosures?*, Journal of Business Finance & Accounting, vol. 33, s. 422-450.
- Blue Ribbon Report, 1999, Report and recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of corporate audit committees, New York Stock Exchange and the National Association of Securities Dealers.
- Botosan Ch., 1997, *Disclosure Level and the Cost of Capital*, The Accounting Review, vol. 72, no. 3, July, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2926>.
- Bushman R.M., Smith A.J., 2001, *Financial accounting information and corporate governance*, Journal of Accounting and Economics, 32(1), s. 237-333.
- Cadbury Committee Report, 1992, Report of the Cadbury committee on the financial aspects of corporate governance.
- Coles J.L., Loewenstein U., Suay J., 1995, *On equilibrium pricing under parameter uncertainty*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 30(03), s. 347-364.
- Diamond D., Verrecchia R., 1991, *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*, The Journal of Finance, vol. 46(4), s. 1325--1359.
- Eng L.L., Mak Y.T., 2003, *Corporate governance and voluntary disclosure*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 22(4), s. 325-345.
- Eugster F., Wagner A., 2011, *When and how is voluntary disclosure quality reflected in equity prices?*, Swiss Finance Institute Research Paper Series, vol. 07.
- Fama E., Jensen M., 1983, *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, vol. 26, no. 2, Corporations and Private Property, s. 301-325.

- Glosten L.R., Milgrom P.R., 1985, *Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders*, Journal of Financial Economics, vol. 14(1), s. 71-100.
- Healy P., Hutton A., Palepu K., 1999, *Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure*, Contemporary Accounting Research (Fall), s. 485-520.
- Jensen M.C., Meckling W.H., 1976, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, no. 4, s. 305-360.
- Kim O., Verrecchia R.E., 1994, *Market liquidity and volume around earnings announcements*, Journal of Accounting and Economics, 17 (January), s. 41-68.
- Lambert R., Leuz C., Verrecchia R., 2007, *Accounting information, disclosure, and the cost of capital*, Journal of Accounting Research, vol. 45(2), s. 385-420.
- Lang M., Lundholm R., 1993, *Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures*, Journal of Accounting Research, vol. 31 (2), s. 246-271.
- Lang M., Lundholm R., 1996, *Corporate disclosure policy and analyst behaviour*, The Accounting Review, vol. 71 (4), s. 467-492.
- Leftwich R.W., Watts R.L., Zimmerman J.L., 1981, *Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting*, Journal of Accounting Research, vol. 19, s. 50-77.
- Mallin Ch., Ow-Yong K., 2009, *Corporate Governance in Alternative Investment Market (AIM) Companies: Determinants of Corporate Governance Disclosure*, Presenter of Paper at the Third Singapore International Conference on Finance, <http://ssrn.com/abstract=1326627> (29.11.2016).
- Merton R.C., 1987, *A simple model of capital market equilibrium with incomplete information*, The Journal of Finance (July), s. 483-510.
- OECD 1999, OECD Principles of Corporate Governance, [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En) (29.11.2016).
- Pauka M., Muszyński M., Fijałkowska D., 2011, *Analiza jakości sprawozdań okresowych spółek notowanych na NewConnect*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 2(1), s. 343-352.
- Sengupta P., 1998, *Corporate disclosure quality and the cost of debt*, The Accounting Review, vol. 73, s. 459-474.
- Verrecchia R.E., 1983, *Discretionary disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 5, s. 179-194.
- Verrecchia R.E., 1990, *Information quality and discretionary disclosure*, Journal of Accounting & Economics, vol. 4, s. 365-381.
- Verrecchia R.E., 2001, *Essays on disclosure*, Journal of Accounting & Economics, vol. 32, s. 97-180.
- Welker M., 1995, *Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets*, Contemporary Accounting Research, vol. 11, s. 801-827.