

Piotr Bolibok*

ANALIZA PORÓWNAWCZA ZNACZENIA WYNIKÓW FINANSOWYCH I PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH DLA WARTOŚCI RYNKOWEJ W POLSKIM SEKTORZE BANKOWYM

Wprowadzenie

Sprawozdawczość finansowa przedsiębiorstw stanowi bezsprzecznie jedno z najważniejszych źródeł informacji wykorzystywanych przez inwestorów przy podejmowaniu decyzji dotyczących inwestycji na rynkach kapitałowych. Dane zawarte w raportach finansowych pozwalają bowiem nie tylko na ocenę efektywności i stabilności działalności gospodarczej w ujęciu retrospektywnym, ale co ważniejsze, są one punktem wyjścia dla konstrukcji prognoz finansowych stanowiących podstawę większości metod wyceny przedsiębiorstw.

Od czasu opublikowania pionierskiego artykułu R. Balla i P. Browna¹ pod koniec lat 60. XX w. literatura naukowa dotycząca zagadnienia wpływu osiąganych przez spółki giełdowe danych finansowych na ich wartość rynkową (na ceny akcji) stała się bardzo bogata. Powszechną praktyką w zdecydowanej większości badań empirycznych jest jednak wyłączenie banków z analizowanych prób badawczych z uwagi na ich specyfikę². Prawdopodobnie ta jest również zauważalna w wypadku analiz prowadzonych na rynku polskim³.

Wbrew powyższym tendencjom specyficzny kontekst sektora bankowego stwarza korzystne warunki dla badania przedmiotowych zależności. Dominujące w majątku

* Katolicki Uniwersytet Lubelski Jana Pawła II, Wydział Nauk Społecznych.

¹ R. Ball, P. Brown, *An empirical evaluation of accounting income numbers*, "Journal of Accounting Research" 1968, No. 6(2), s. 159–178.

² M. Kohlbeck, T.D. Warfield, *Unrecorded intangible assets: Abnormal earnings and valuation*, "Accounting Horizons" 2007, No. 21(1), s. 24.

³ Zob. D. Dobija, K.M. Klimczak, *Development of accounting in Poland: Market efficiency and the value relevance of reported earnings*, "The International Journal of Accounting" 2010, No. 45, s. 356–374; K.M. Klimczak, *Market reaction to mandatory IFRS adoption: Evidence from Poland*, "Accounting and Management Information Systems" 2011, No. 10(2), s. 228–248.

i źródłach finansowania banków giełdowych instrumenty finansowe są bowiem wyceniane w księgach rachunkowych metodami charakteryzującymi się wysokim stopniem spójności z perspektywą rynków kapitałowych⁴. Ponadto, akcje notowanych na giełdach banków cechują się zwykle relatywnie wysokim wolumenem obrotu, sprzyjającym podnoszeniu efektywności rynku w odniesieniu do reakcji na pojawiające się informacje.

Jednym z wiodących nurtów w literaturze przedmiotu jest ocena relatywnego znaczenia różnorodnych pozycji ze sprawozdawczości finansowej dla wartości rynkowej spółek giełdowych. Szczególnie interesującym zagadnieniem w tym obszarze wydaje się porównanie znaczenia wyników finansowych (opartych na zasadzie memoriału) z przepływami pieniężnymi (stanowiącymi odzwierciedlenie metody kasowej), co potwierdzają: niejednoznaczne wyniki dotychczasowych badań empirycznych w zagranicznych publikacjach naukowych, mała liczba prac odnoszących się bezpośrednio do sektora bankowego oraz brak tego typu analiz dla rynku polskiego.

Celem artykułu jest porównanie znaczenia wyników finansowych i przepływów pieniężnych dla wartości rynkowej w polskim sektorze bankowym. Opracowanie wydaje się być pierwszym odnoszącym się bezpośrednio do tej kwestii i tym samym stanowi próbę wypełnienia luki w literaturze przedmiotu. Ponadto wzbogaca ono dotychczasowe piśmiennictwo dotyczące znaczenia sprawozdawczości finansowej dla wartości rynkowej banków na rynkach wschodzących.

Artykuł składa się z czterech części. W części 1. dokonano przeglądu dotychczas opublikowanych wyników badań empirycznych dotyczących znaczenia osiągniętych przez banki komercyjne wyników finansowych i przepływów pieniężnych dla wyceny ich akcji przez rynek kapitałowy. Część 2. poświęcona została przedstawieniu metodyki badania, w tym wyprowadzonej hipotezy badawczej, zastosowanych metod oraz wykorzystanych źródeł danych empirycznych. Wyniki przeprowadzonych badań zostały przedstawione w części 3. Artykuł zamyka podsumowanie najważniejszych wniosków wynikających z przeprowadzonych analiz oraz sugestie dotyczące kierunków dalszego badania podjętego zagadnienia.

1. Przegląd literatury

W zagranicznej literaturze przedmiotu znaleźć można liczne opracowania dotyczące względnego znaczenia wyników finansowych i przepływów pieniężnych dla

⁴ W szczególności dotyczy to metod wyceny instrumentów finansowych według zamortyzowanego kosztu czy wartości godziwej.

wartości rynkowej przedsiębiorstw niefinansowych. Wnioski płynące z tych opracowań nie są jednak jednoznaczne. Część badaczy wskazuje bowiem na większe znaczenie wyników finansowych (uwzględniających składowe o charakterze memoriałowym)⁵, pozostali natomiast dowodzą silniejszych związków wartości rynkowej z przepływami pieniężnymi⁶.

Relatywnie niewiele badań w powyższym zakresie zostało natomiast przeprowadzonych w sektorze bankowym. Większość analiz dotyczących związków pomiędzy danymi ze sprawozdawczości finansowej a wartością rynkową banków koncentruje się bowiem wokół wpływu na tę ostatnią wyników finansowych oraz wartości księgowej kapitałów własnych⁷.

Spośród nielicznych prac nawiązujących do podjętego problemu badawczego wskazać można wyniki analiz przeprowadzonych przez M. Barth i jej współpracowników⁸ na spółkach giełdowych z 14 sektorów amerykańskiego rynku kapitałowego. Badania te wykazały, że zależności pomiędzy operacjami memoriałowymi oraz przepływami pieniężnymi a wartością rynkową instytucji finansowych kształtują się skrajnie odmiennie niż w pozostałych sektorach. W modelach regresji wykorzystujących jako kontrolne zmienne objaśniające wartość księgową kapitałów własnych i rezydualny wynik finansowy zależność pomiędzy poziomem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej a wartością rynkową okazała się bowiem w sektorze finansowym ujemna, podczas gdy we wszystkich pozostałych sektorach (z wyjątkiem farmaceutycznego) była ona dodatnia.

Badając znaczenie operacji ujmowanych w sprawozdaniach z przepływów pieniężnych banków dla ich wartości rynkowej, S. Ryan i współpracownicy⁹ stwierdzili, że w wypadku operacji dokonywanych w ramach portfela handlowego banków silniejszy wpływ na wartość rynkową wywierają przychody z tytułu tych operacji niż odpowiadające im przepływy pieniężne. Ich zdaniem transakcje w portfelu

⁵ Zob. P. Dechow, *Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals*, "Journal of Accounting and Economics" 1994, No. 18(1), s. 3–42; K.R. Subramanyam, M. Venkatachalam, *Earnings, cash flows, and ex post intrinsic value of equity*, "The Accounting Review" 2007, No. 82, s. 457–481.

⁶ Zob. S. Akbar et al., *The value relevance of cash flows, current accruals, and non-current accruals in the UK*, "International Review of Financial Analysis" 2011, No. 20(5), s. 311–319; B. Jiang, *An empirical study on information content of accounting earnings and cash flow*, "Journal of Modern Accounting and Auditing" 2009, No. 5(7), s. 44–48.

⁷ Zob. B. Abuzayed et al., *Market value, book value and earnings: is bank efficiency a missing link?*, "Managerial Finance" 2009, No. 35(2), s. 156–179; M. Agostino et al., *The value relevance of IFRS in the European banking industry*, "Review of Quantitative Finance and Accounting" 2011, No. 36(3), s. 437–457.

⁸ M. Barth et al., *Accruals, cash flows and equity values*, "Review of Accounting Studies" 1999, No. 3(3–4), s. 218.

⁹ S. Ryan et al., *Classification and market pricing of the cash flows and accruals on trading positions*, "The Accounting Review" 2006, No. 81(2), s. 218.

handlowym mają charakter hybrydowy, łączący w sobie cechy działalności operacyjnej oraz pozaoperacyjnej i według tego schematu są wyceniane przez rynek kapitałowy, co nie znajduje pełnego odzwierciedlenia w sposobie prezentacji w rachunku przepływów pieniężnych.

Bezpośrednią analizę porównawczą znaczenia wyników finansowych i przepływów pieniężnych dla wartości rynkowej banków notowanych na greckim rynku kapitałowym przeprowadzili natomiast P.E. Dimitropoulos i współpracownicy¹⁰. Uzyskane przez nich rezultaty wskazują, że wyniki finansowe osiągnięte przez banki w większym stopniu wyjaśniają zmienność stóp zwrotu z akcji niż przepływy pieniężne. Jedynie w wypadku wysokiego udziału skutków zdarzeń jednorazowych w wynikach finansowych przepływy są silniej związane z wartością rynkową.

Porównując znaczenie wyników finansowych i przepływów pieniężnych dla stóp zwrotu z akcji banków notowanych na giełdach Azji Południowo-Wschodniej, E. Tjhoa i A. Hermawan¹¹ stwierdziły istotną statystycznie zależność pomiędzy wartością rynkową banków a zmianami wyników finansowych netto w Indonezji i Tajlandii, podczas gdy w Malezji okazała się ona nieistotna. Istotny wpływ na stopy zwrotu z akcji banków w Malezji wywierają natomiast przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które z kolei są nieistotne w Indonezji.

Badania nad znaczeniem przepływów pieniężnych dla wartości rynkowej amerykańskich banków giełdowych przeprowadzone przez Z. Gao i współpracowników¹² wykazały, że w wypadku sektora bankowego zawartość informacyjna tego elementu sprawozdania finansowego ma ograniczoną przydatność dla inwestorów. Ponadto, przepływy pieniężne raportowane przez banki są mniej istotne z punktu widzenia wartości rynkowej niż w wypadku przedsiębiorstw niefinansowych. Jak słusznie wskazują Z. Gao i współpracownicy¹³, charakter przepływów pieniężnych w bankach jest odmienny niż w wypadku przedsiębiorstw niefinansowych. Po pierwsze, środki pieniężne w bankach wykazują pewną analogię do produktów w przedsiębiorstwach przemysłowych, co istotnie ogranicza przydatność zawartości informacyjnej klasycznego rachunku przepływów pieniężnych. Po drugie, dla potrzeb oceny płynności i wypłacalności banków znacznie bardziej przydatne niż przepływy pieniężne są inne źródła informacji, w szczególności zestawienia terminów zapadalności aktywów i wymagalności pasywów czy niedopasowania elastyczności stopy

¹⁰ P.E. Dimitropoulos et al., *The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry: Evidence from the Greek banking sector*, "Advances in Accounting" 2010, No. 26, s. 301–302.

¹¹ E. Tjhoa, A.A. Hermawan, *Informativeness of earnings and cash flows: Evidence in Indonesia, Malaysia, and Thailand banking industry*, "University of Indonesia Working Paper" 2014, s. 15.

¹² Z. Gao et al., *The informativeness of US banks' statements of cash flows*, "Lancaster University Management School Working Paper" 2015, s. 1–53.

¹³ Ibidem, s. 1–2.

procentowej¹⁴. Po trzecie, o ile w wypadku przedsiębiorstw niefinansowych rozróżnienie pomiędzy przepływami z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej dostarcza wielu cennych informacji, o tyle dla banków wydaje się ono zdecydowanie mniej zasadne, jako że w ich wypadku głównym źródłem przepływów pieniężnych są instrumenty finansowe.

Krajowa literatura przedmiotu dotycząca związków zachodzących pomiędzy danymi prezentowanymi w sprawozdaniach finansowych banków a ich wartością rynkową wciąż pozostaje uboga. Przywołać można tu jedynie wyniki badań przeprowadzonych przez P. Boliboka¹⁵, wskazujących na występowanie istotnego statystycznie wpływu wartości księgowej kapitałów własnych oraz rezydualnych wyników finansowych na wartość rynkową banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ponadto, dotychczas brak jest również badań empirycznych odnoszących się bezpośrednio do kwestii względnego znaczenia wyników finansowych i przepływów pieniężnych dla wartości rynkowej notowanych w Polsce banków. Ta ostatnia konstatacja, w zestawieniu z relatywnie nielicznymi wynikami badań tego zjawiska w literaturze zagranicznej, zwłaszcza na wschodzących rynkach kapitałowych, stała się główną motywacją dla powstania niniejszego opracowania.

2. Metodyka badania

Jak widać z dokonanego w poprzedniej sekcji przeglądu literatury przedmiotu, rezultaty dotychczasowych badań empirycznych nad względnym znaczeniem wyników finansowych oraz przepływów pieniężnych dla wartości rynkowej spółek giełdowych nie są jednoznaczne. W wypadku banków wskazują one jednak zwykle na silniejszy związek wartości rynkowej z wynikami finansowymi niż przepływami pieniężnymi, co pozwala na sformułowanie następującej hipotezy badawczej:

H1: Osiągane przez banki komercyjne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych wyniki finansowe wywierają silniejszy wpływ na ich wartość rynkową niż przepływy pieniężne.

¹⁴ Zob. *Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, Poltext, Warszawa, s. 765, 801–802.

¹⁵ P. Bolibok, *The impact of IFRS on the value relevance of accounting data of banks listed on the Warsaw Stock Exchange*, "Copernican Journal of Finance & Accounting" 2014, No. 3(1), s. 33–43; P. Bolibok, *Application of the Ohlson model for testing the value relevance of accounting data in Polish banking sector*, "Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 802, "Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2014, nr 65, s. 463–471.

Dla zweryfikowania powyższej hipotezy posłużono się analizą regresji liniowej z wykorzystaniem klasycznej metody najmniejszych kwadratów. W tym celu skonstruowano następujące modele regresji:

$$\text{Model 1.:} \quad \frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \frac{BVPS_{it}}{P_{it-1}} + \alpha_2 \cdot \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Model 2.:} \quad \frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \frac{BVPS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \cdot \frac{NCFPS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Model 3.:} \quad \frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot \frac{BVPS_{it}}{P_{it-1}} + \gamma_2 \cdot \frac{CFEPS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

gdzie:

- P_{it} – cena zamknięcia dla akcji banku i na koniec okresu t ,
- $\alpha_0, \beta_0, \gamma_0$ – wyrazy wolne,
- $\alpha_1, \alpha_2, \beta_1, \beta_2, \gamma_1, \gamma_2$ – parametry strukturalne,
- $BVPS_{it}$ – wartość księgową kapitałów własnych na akcję w banku i na koniec okresu t ,
- EPS_{it} – wynik finansowy netto na akcję banku i w okresie $(t-1; t)$,
- $NCFPS_{it}$ – przepływy pieniężne netto razem na akcję banku i w okresie $(t-1; t)$,
- $CFEPS_{it}$ – przepływy pieniężne dla właścicieli, tj. przepływy pieniężne netto razem skorygowane o wypłaty na rzecz właścicieli (+) i dopłaty do kapitału (-) na akcję banku i w okresie $(t-1; t)$,
- ε_{it} – składnik losowy.

W celu ograniczenia wpływu tzw. efektów skali mogących powodować problemy z estymacją wynikające z heteroscedastyczności składników losowych, obciążoności parametrów strukturalnych czy przeszacowania współczynników determinacji, wszystkie zmienne zostały przeskalowane w relacji do kursu akcji na koniec poprzedniego okresu¹⁶. Ponadto, we wszystkich modelach jako dodatkową zmienną objaśniającą wprowadzono wartość księgową kapitałów własnych przypadającą na jedną akcję (BVPS), która z perspektywy inwestorów giełdowych może być traktowana jako szacunek wartości likwidacyjnej i w istotnym stopniu wpływać na postrzeganą przez nich wartość rynkową.

¹⁶ K. Lo, *The effects of scale differences on inferences in accounting research: coefficient estimates, tests of incremental association, and relative value relevance*, "University of British Columbia Working Paper" 2005, s. 5.

Można oczekiwać, że oszacowane wartości parametrów strukturalnych α_1 , β_1 i γ_1 oraz α_2 , β_2 i γ_2 będą dodatnie, gdyż zarówno wzrost wartości księgowej kapitałów własnych, jak i zysku czy wygenerowanych przepływów pieniężnych powinien wywierać pozytywny wpływ na postrzeganą przez inwestorów giełdowych wartość rynkową banku. Biorąc pod uwagę postać sformułowanej hipotezy badawczej (H1), wartości oszacowań parametru α_2 powinny być wyższe niż β_2 czy γ_2 , a jednocześnie Model 1 powinien cechować się wyższym współczynnikiem determinacji niż Modele 2 czy 3.

Przeprowadzone badania zostały oparte na danych pochodzących z jednostkowych i skonsolidowanych raportów rocznych wszystkich banków komercyjnych z siedzibą w Polsce notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1998–2013. Po uwzględnieniu skutków fuzji i akwizycji w sektorze badana próba objęła 18 podmiotów. Jako źródło danych dotyczących sprawozdawczości finansowej wykorzystano bazę firmy Notoria Serwis SA udostępnioną przez serwis internetowy EMIS Intelligence¹⁷. Źródłem danych dotyczących historycznych kursów akcji banków był serwis internetowy Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska SA¹⁸. W wyniku zestawienia danych o kursach oraz danych pochodzących z raportów finansowych banków uzyskano próbki złożone z 204 obserwacji dla jednostkowych i 183 obserwacji dla skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

3. Rezultaty empiryczne

W tabeli 1 przedstawiono wyniki estymacji parametrów strukturalnych wszystkich skonstruowanych modeli regresji uzyskane zarówno dla jednostkowych, jak i skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Oszacowane wartości statystyki F w wypadku każdego ze skonstruowanych modeli sugerują występowanie istotnej statystycznie zależności pomiędzy zmiennymi objaśniającymi a zmienną objaśnianą. Niskie wartości czynników inflacji wariancji (CIW) nie wskazują również na istnienie problemów w zakresie współliniowości zmiennych objaśniających. Ponadto, nieznacznie wyższe wartości współczynników determinacji uzyskane dla jednostkowych sprawozdań finansowych sugerują, że inwestorzy giełdowi przywiązują nieco wyższą wagę do danych raportowanych przez jednostkę dominującą niż całą grupę kapitałową.

¹⁷ http://site.securities.com/cgi-bin/comp_profiles/94dec/PL/comp_profiles.html, dostęp 7.07.2014.

¹⁸ <http://bossa.pl/notowania/metastock/>, dostęp 15.01.2015.

Tabela 1. Wyniki estymacji parametrów strukturalnych modeli regresji

Parametr/ statystyka	Sprawozdania							
	Jednostkowe				Skonsolidowane			
	Wartość	Błąd std.	Istotność	CIW	Wartość	Błąd std.	Istotność	CIW
Model 1.: $\frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \frac{BVPS_{it}}{P_{it-1}} + \alpha_2 \cdot \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$								
α_0	0,798	0,067	0,000		0,780	0,074	0,000	
α_1	0,373	0,087	0,000	1,062	0,379	0,095	0,000	1,026
α_2	1,210	0,389	0,002	1,062	1,470	0,444	0,001	1,026
R ²	0,154				0,151			
Skoryg. R ²	0,145				0,141			
Statystyka F	18,272		0,000		15,958		0,000	
Liczba obs.	204				183			
Model 2.: $\frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \frac{BVPS_{it}}{P_{it-1}} + \beta_2 \cdot \frac{NCFPS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$								
α_0	0,817	0,069	0,000		0,825	0,075	0,000	
α_1	0,445	0,087	0,000	1,011	0,434	0,097	0,000	1,013
α_2	-0,047	0,077	0,540	1,011	-0,045	0,102	0,661	1,013
R ²	0,115				0,100			
Skoryg. R ²	0,106				0,090			
Statystyka F	13,040		0,000		9,982		0,000	
Liczba obs.	204				183			
Model 3.: $\frac{P_{it}}{P_{it-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot \frac{BVPS_{it}}{P_{it-1}} + \gamma_2 \cdot \frac{CFEPS_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$								
α_0	0,819	0,069	0,000		0,827	0,075	0,000	
α_1	0,439	0,087	0,000	1,003	0,429	0,097	0,000	1,008
α_2	0,001	0,072	0,994	1,003	-0,004	0,092	0,969	1,008
R ²	0,113				0,099			
Skoryg. R ²	0,104				0,089			
Statystyka F	12,828		0,000		9,875		0,000	
Liczba obs.	204				183			

Źródło: Opracowanie własne.

Zgodnie z oczekiwaniami w każdym z modeli estymatory parametrów α_1 , β_1 i γ_1 były dodatnie i istotne statystycznie, co pozwala uznać, że wzrost wartości księgowej kapitałów własnych banków wywiera pozytywny wpływ na ich wartość rynkową. Istotne statystycznie okazały się również oszacowania wartości parametru α_2 , opisującego zależność pomiędzy wynikami finansowymi netto a wartością rynkową banków. Jak pierwotnie zakładano, wartości estymatorów tego parametru

były dodanie zarówno dla danych pochodzących z jednostkowych, jak i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, co wskazuje na pozytywną reakcję rynku kapitałowego na wzrost osiągniętych wyników finansowych. Ponadto, wyniki estymacji wskazują na wyższą wrażliwość wartości rynkowej banków na zmiany poziomu osiągniętych przez nie wyników finansowych niż wartości księgowej kapitałów własnych. W powyższym zakresie uzyskane wyniki są spójne z rezultatami dotychczasowych badań na rynku polskim¹⁹.

Pomimo iż na podstawie przeglądu literatury przedmiotu można było oczekiwać słabszego niż w wypadku wyników finansowych wpływu generowanych przepływów pieniężnych na wartość rynkową, rezultaty estymacji Modeli 2 i 3 okazały się dość zaskakujące. Z przeprowadzonych analiz wynika bowiem, iż oszacowane wartości parametrów strukturalnych β_2 oraz γ_2 nie są istotne statystycznie. Oznacza to, że zarówno zmienność przepływów pieniężnych netto razem, jak i przepływów pieniężnych dla właścicieli, nie pozwala wyjaśnić obserwowanej zmienności wartości rynkowej banków. Z uwagi na powyższe, wartości współczynników determinacji Modeli 2 i 3 okazały się wyraźnie niższe od oszacowanych dla Modelu 1, zarówno w wypadku jednostkowych, jak i skonsolidowanych danych finansowych.

Podsumowując, rezultaty przeprowadzonych analiz porównawczych znaczenia wyników finansowych oraz przepływów pieniężnych dla wartości rynkowej pozwalają na pozytywną weryfikację sformułowanej wiodącej hipotezy badawczej (H1). Są one także spójne zarówno z wynikami badań opublikowanych w zagranicznej literaturze przedmiotu, jak i wcześniejszymi opracowaniami z zakresu związków pomiędzy sprawozdawczością finansową banków notowanych na polskim rynku kapitałowym a ich wartością rynkową.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania wskazują na występowanie istotnej statystycznie pozytywnej zależności pomiędzy poziomem osiągniętych przez notowane na GPW banki komercyjne wyników finansowych netto a ich wartością rynkową. Jednocześnie nie stwierdzono statystycznie istotnego wpływu na tę wartość ani przepływów pieniężnych netto razem, ani przepływów pieniężnych dla właścicieli, co przemawia za przyjęciem wiodącej hipotezy badawczej sformułowanej w niniejszym opracowaniu.

¹⁹ Zob. P. Bolibok, *The impact...*, op.cit., s. 39.

Otrzymane rezultaty sugerują tym samym, że o znaczeniu osiągniętych przez banki giełdowe wyników finansowych dla ich wartości rynkowej w istotnym stopniu decydować mogą składowe o charakterze memoriałowym, w szczególności te, które służą antycypowaniu skutków oczekiwanych przyszłych zdarzeń, jak np. odpisy aktualizujące wartość ekspozycji kredytowych czy rezerwy na zobowiązania pozabilansowe. Z punktu widzenia inwestorów giełdowych składowe te mają bowiem kluczowe znaczenie dla szacunków przyszłych strumieni pieniężnych determinujących wartość rynkową banków. Dalsze badania dotyczące podjętego problemu mogłyby zatem polegać na ocenie relatywnego wpływu kasowych i memoriałowych komponentów wyników finansowych banków na ich wartość rynkową.

Bibliografia

- Abuzayed B., Molyneux P., Al-Fayoumi N., *Market value, book value and earnings: is bank efficiency a missing link?*, "Managerial Finance" 2009, No. 35(2).
- Agostino M., Drago D., Silipo D.B., *The value relevance of IFRS in the European banking industry*, "Review of Quantitative Finance and Accounting" 2011, No. 36(3).
- Akbar S., Shah S., Stark A., *The value relevance of cash flows, current accruals, and non-current accruals in the UK*, "International Review of Financial Analysis" 2011, No. 20(5).
- Ball R., Brown P., *An empirical evaluation of accounting income numbers*, "Journal of Accounting Research" 1968, No. 6(2).
- Bankowość. Podręcznik akademicki*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, Poltext, Warszawa 2011.
- Barth M., Beaver W., Hand J., Landsman W., *Accruals, cash flows and equity values*, "Review of Accounting Studies" 1999, No. 3 (3–4).
- Bolibok P., *Application of the Ohlson model for testing the value relevance of accounting data in Polish banking sector*, "Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 802, "Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" 2014, nr 65.
- Bolibok P., *The impact of IFRS on the value relevance of accounting data of banks listed on the Warsaw Stock Exchange*, "Copernican Journal of Finance & Accounting" 2014, No. 3(1).
- Dechow P., *Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals*, "Journal of Accounting and Economics" 1994, No. 18(1).
- Dimitropoulos P.E., Asteriou D., Koumanakos E., *The relevance of earnings and cash flows in a heavily regulated industry: Evidence from the Greek banking sector*, "Advances in Accounting" 2010, No. 26.
- Dobija D., Klimczak K.M., *Development of accounting in Poland: Market efficiency and the value relevance of reported earnings*, "The International Journal of Accounting" 2010, No. 45.

- Gao Z., Li W., O'Hanlon J., *The informativeness of US banks' statements of cash flows*, "Lancaster University Management School Working Paper" 2015.
http://site.securities.com/cgi-bin/comp_profiles/94dec/PL/comp_profiles.html, dostęp 7.07.2014.
<http://bossa.pl/notowania/metastock/>, dostęp 15.01.2015.
- Jiang B., *An empirical study on information content of accounting earnings and cash flow*, "Journal of Modern Accounting and Auditing" 2009, No. 5(7).
- Klimczak K.M., *Market reaction to mandatory IFRS adoption: Evidence from Poland*, "Accounting and Management Information Systems" 2011, No. 10(2).
- Kohlbeck M., Warfield T.D., *Unrecorded intangible assets: Abnormal earnings and valuation*, "Accounting Horizons" 2007, No. 21(1).
- Lo K., *The effects of scale differences on inferences in accounting research: coefficient estimates, tests of incremental association, and relative value relevance*, "University of British Columbia Working Paper" 2005.
- Ryan S., Tucker J., Zarowin P., *Classification and market pricing of the cash flows and accruals on trading positions*, "The Accounting Review" 2006, No. 81(2).
- Subramanyam K.R., Venkatachalam M., *Earnings, cash flows, and ex post intrinsic value of equity*, "The Accounting Review" 2007, No. 82.
- Tjhoa E., Hermawan A.A., *Informativeness of earnings and cash flows: Evidence in Indonesia, Malaysia, and Thailand banking industry*, "University of Indonesia Working Paper" 2014.

The Relevance of Earnings and Cash Flows for Market Value in the Polish Banking Sector. Comparative Analysis.

The paper compares the relevance of earnings and cash flows for market value in the Polish banking sector. The study used linear regression analysis based on the data from separate and consolidated financial statements of 18 domestically-based commercial banks listed on the Warsaw Stock Exchange over the period 1998–2013. The results indicate that net earnings reported by the examined banks are more value-relevant than both net cash flows and cash flows to equity.

Keywords: market value, banks, earnings, cash flows.

La pertinence des bénéfices et des flux de trésorerie pour la valeur de marché dans le secteur bancaire polonais – l'analyse comparative

Le document compare la pertinence des bénéfices et des flux de trésorerie pour la valeur de marché dans le secteur bancaire polonais. L'auteur a utilisé l'analyse de régression linéaire basée sur les données des états financiers individuels et consolidés des 18 banques commerciales ayant leurs sièges en Pologne, cotées sur la Bourse de Varsovie pour les années 1998–2013. Les résultats de l'analyse indiquent que les bénéfices nets déclarés par les banques examinées sont plus de valeur-pertinents que les flux de trésorerie nets et les flux de trésorerie à l'équité.

Mots-clés: la valeur de marché, les banques, les bénéfices, les flux de trésorerie

Сравнительный анализ значения финансовых показателей и денежных потоков для рыночной стоимости в польском банковском секторе

В статье сравнивается значение финансовых показателей и денежных потоков для рыночной стоимости в польском банковском секторе. Исследование проводилось при использовании линейного регрессионного анализа данных отдельной и консолидированной финансовой отчетности 18 коммерческих банков, котирующихся на Варшавской фондовой бирже в 1998–2013 гг. Результаты показали, что объявляемая банками чистая прибыль имеет большее значение для рыночной стоимости, чем чистые денежные потоки и денежные потоки, приходящиеся на собственный капитал, вместе.

Ключевые слова: рыночная стоимость, банки, прибыль, денежные потоки