

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 396

**Finanse i rachunkowość
na rzecz zrównoważonego rozwoju –
odpowiedzialność, etyka, stabilność finansowa
Tom 2. Rachunkowość**

Redaktorzy naukowi
Jacek Adamek
Joanna Zuchewicz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Barbara Majewska
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz
Korekta: Barbara Cibis
Łamanie: Beata Mazur
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2015

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-520-9

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120
53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail:econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl
Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	7
Aleksandra Banaszekiewicz, Ewa Makowska: Kodeks zawodowej etyki w rachunkowości w świetle badań ankietowych.....	9
Małgorzata Cieciora: Etyka w świetle rozwijającego się behawioryzmu w rachunkowości.....	19
Justyna Dyduch: Środowiskowe informacje finansowe w raportach rocznych spółek publicznych z sektora chemicznego.....	28
Justyna Fijałkowska: Raportowanie CSR a kwestie etyki i odpowiedzialności przedsiębiorstw.....	39
Tomasz Gabrusewicz, Wiesława Przybylska-Kapuścińska: Umocowanie pieniądza jako jednostki pomiaru wartości ryzyka w rachunkowości.....	48
Dariusz Gregorczyk: Raportowanie zintegrowane w tworzeniu wspólnej wartości (CSV).....	59
Artur Holda, Małgorzata Adamik-Citak: Wycena w wartości godziwej rzeczowych aktywów trwałych a wartość kapitałów własnych w wyniku implementacji MSSF w polskich realiach gospodarczych – podejście pragmatyczne.....	67
Aldona Kamela-Sowińska: Interes publiczny czy interes społeczny? Co chroni rachunkowość jednostek sektora finansów publicznych?.....	77
Maria Kukurba: EVA jako narzędzie controllingu finansowego.....	85
Adam Lulek, Dominika Zielińska: Rola sprawozdawczości finansowej spółek z sektora energetycznego we wspieraniu zrównoważonego rozwoju... ..	96
Grażyna Michalczuk, Teresa Mikulska: Znaczenie raportowania zintegrowanego w zmniejszaniu luki wartości przedsiębiorstwa.....	105
Teresa Mikulska, Grażyna Michalczuk: Koszty zaangażowania społecznego przedsiębiorstwa.....	113
Beata Rogowska: Społeczny wymiar rachunkowości w świetle etyczno-normatywnych teorii.....	123
Anna Spoz: Koncepcja prawdziwego i rzetelnego obrazu w systemie rachunkowości jednostki.....	132
Arleta Szadzińska: Przejrzystość i porównywalność informacji niefinansowych w sprawozdawczości spółek w świetle zmian regulacji unijnych	141
Dawid Szutowski: Innowacje i wartość rynkowa przedsiębiorstw turystycznych. Analiza zależności.....	150
Jolanta Wiśniewska: Weryfikacja danych pozafinansowych w raportach CSR polskich spółek.....	159

Summaries

Aleksandra Banaszekiewicz, Ewa Makowska: The Code of Professional Ethics in Accounting in the light of the survey.....	9
Małgorzata Cieciora: Ethics in the light of the evolving behaviorism in accounting.....	19
Justyna Dyduch: Environmental financial information in annual reports of listed companies of chemical sector	28
Justyna Fijałkowska: CSR reporting vs. ethics and companies' responsibility	39
Tomasz Gabrusewicz, Wiesława Przybylska-Kapuścińska: Money strengthening as a measurement unit of the risk value in accounting	48
Dariusz Gregorczyk: Integrated reporting in creating shared value (CSV) ...	59
Artur Holda, Małgorzata Adamik-Citak: Valuation in fair value of fixed tangible assets vs. the value of equity as a result of IFRS implementation in Polish economic reality – pragmatic approach.....	67
Aldona Kamela-Sowińska: Public interest vs. social welfare? What kind of interest protects accounting of units of the public finance sector?.....	77
Maria Kukurba: EVA as a tool in financial controlling.....	85
Adam Lulek, Dominika Zielińska: The role of financial reporting of the energy companies in support of sustainable development.....	96
Grażyna Michalczyk, Teresa Mikulska: The importance of integrated reporting in reducing the value gap of an enterprise	105
Teresa Mikulska, Grażyna Michalczyk: Costs of corporate social engagement	113
Beata Rogowska: Social dimension of accounting in the light of ethical normative theory.....	123
Anna Spoz: A true and fair view in company accounts	132
Arleta Szadziewska: Changes in EU regulations and the transparency and comparability of non-financial information in reports.....	141
Dawid Szutowski: Innovation and market value of tourism enterprises: a regression analysis	150
Jolanta Wiśniewska: Verification of non-financial data in CSR reports of Polish companies	159

Dawid Szutowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
e-mail: dawid.szutowski@ue.poznan.pl

INNOWACJE I WARTOŚĆ RYNKOWA PRZEDSIĘBIORSTW TURYSTYCZNYCH. ANALIZA ZALEŻNOŚCI¹

INNOVATION AND MARKET VALUE OF TOURISM ENTERPRISES: A REGRESSION ANALYSIS

DOI: 10.15611/pn.2015.396.16

Streszczenie: Celem badania było określenie zależności między innowacjami i wartością rynkową przedsiębiorstw turystycznych oraz teoretycznie determinującymi ją zmiennymi. Przyjęta hipoteza głosiła, iż powyższa zależność występuje i jest pozytywna. Podmiotem badania były przedsiębiorstwa turystyczne, a przedmiotem – osiągnane przez nie ponadprzeciętne zwroty uzyskiwane w wyniku emisji ogłoszeń dotyczących innowacji. Uzyskano dane dla przedsiębiorstw notowanych w Szwecji, Włoszech i Polsce w latach 2007-2013. Dane przeanalizowano przy wykorzystaniu autorskiego modelu regresji. Na bazie studiów literaturowych wyodrębniono grupę zmiennych determinujących badaną zależność – doświadczenie, komunikacja, otoczenie, etap, kraj notowania oraz CSR. Badanie empiryczne pozwoliło ustalić, iż statystycznie istotne były: komunikacja, otoczenie i kraj notowania. Tekst stanowi próbę wypełnienia luki wiedzy dotyczącej wpływu innowacji na wartość rynkową przedsiębiorstw turystycznych. Wartością dodaną opracowania jest autorski model pozwalający na badanie powyższej zależności.

Słowa kluczowe: innowacja, wartość rynkowa, przedsiębiorstwo turystyczne, CSR.

Summary: The purpose of present research was to study the relation between financial effects of innovation/tourism enterprise market value changes and theoretically related variables. The subjective scope encompassed the abnormal returns of tourism enterprises resulting from innovation announcements. The data was gathered for companies listed in Sweden, Italy and Poland between 2007 and 2013. The data was analysed through author's regression model. Basing on the literature studies six variables determining the relation were indicated – experience, communication, environment, stage, country of listing, and CSR. Empirical study specified that three variables were statistically significant – communication, environment, and country of listing. The paper is an attempt to fulfill the knowledge gap concerning the impact of innovation on the market value of tourism enterprises. Its main novelty constitutes the model allowing to study the above relation.

Keywords: innovation, market value, tourism enterprise, CSR.

¹ Praca powstała w wyniku realizacji projektu badawczego o nr 2014/13/N/HS4/02954 finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.

1. Wstęp

Istotnym elementem gospodarki Unii Europejskiej jest turystyka, która w roku 2013 wygenerowała bezpośrednio 3,1% PKB [WTTC 2014]. Nasilająca się walka konkurencyjna w sektorze zmusza przedsiębiorstwa do poszukiwania nowych źródeł osiągnięcia przewag i stymuluje działalność proinnowacyjną. Początkowo naukowe podejście do zagadnienia innowacji było skoncentrowane na usprawnieniach w sektorze produkcyjnym [Schumpeter 1939], obecnie innowacje w usługach stanowią samodzielną płaszczyznę badawczą [Carlborg, Kindström, Kowalkowski 2014]. Innowacje w przedsiębiorstwach turystycznych pozostają w znacznej mierze kategorią niezbadaną [Hjalager 2010]. Dotychczasowe badania wskazują, iż zarówno rozwój, jak i komercjalizacja nowych rozwiązań wywierają na przedsiębiorstwa turystyczne wpływ w postaci zmian ich wartości [Nicolau, Santa-Maria 2013]. Ze względu na heterogeniczny charakter innowacji efekt ten jest zróżnicowany. W tym kontekście istotne wydaje się zbadanie zależności pomiędzy innowacjami i wartością rynkową przedsiębiorstw turystycznych oraz teoretycznie determinującymi ją zmiennymi.

Wyodrębniono grupę czterech zmiennych egzogenicznych determinujących badaną zależność: doświadczenie przedsiębiorstwa w dotychczasowych działaniach proinnowacyjnych, jego polityka komunikacyjna, otoczenie, w którym funkcjonuje, oraz stopień zaawansowania innowacji. W obliczu wzrastającej wagi społecznej odpowiedzialności biznesu włączono dodatkową zmienną – CSR (*corporate social responsibility* – społeczna odpowiedzialność biznesu). Jest to szczególnie istotne, ponieważ działalność prospołeczna przedsiębiorstwa oddziałuje na różne sfery jego funkcjonowania i jako dominanta organizacyjna może decydować o całościowym jego funkcjonowaniu [Casado-Diaz i in. 2014]. Dodatkowo dotychczas jednoznaczny konsensus naukowy, dotyczący sposobu oddziaływania CSR na wartość przedsiębiorstwa, nie został osiągnięty [Jia, Zhang 2014].

Badanie zostało przeprowadzone na rynkach szwedzkim, włoskim i polskim ze względu na zróżnicowanie w ogólnym poziomie innowacyjności tych gospodarek. Dane o ponadprzeciętnym zwrocie osiąganym po ogłoszeniu komunikatu dotyczącego innowacji uzyskano w przypadku 13 giełdowych przedsiębiorstw turystycznych, które w latach 2007-2013 wygenerowały łącznie 58 takich komunikatów. Uzyskane dane wskazują, iż w wyniku publikacji ogłoszeń dotyczących innowacji przedsiębiorstwa turystyczne traciły średnio -0,18% wartości. Wyniki wskazują ponadto, iż komunikowanie innowacji więcej niż jednym ogłoszeniem powoduje istotne zmniejszenie generowanego ponadprzeciętnego zwrotu. Oprócz tego rozwój i komercjalizacja innowacji na rynkach o wysokim ogólnym indeksie innowacyjności wiąże się z uzyskaniem znacząco niższego ponadprzeciętnego zwrotu niż na rynkach o indeksie niskim. Finalnie badanie wykazało, iż przedsiębiorstwa notowane w Szwecji uzyskały wyższy ponadprzeciętny zwrot w wyniku wprowadzania innowacji niż te notowane w Polsce.

W pierwszej kolejności zaprezentowane zostały teoretyczne rozważania dotyczące innowacji. W kolejnym punkcie skupiono się na efektywności rynków. Następnie zaprezentowano metodykę prowadzonego badania. Dwa ostatnie punkty poświęcone zostały prezentacji wyników badania oraz zakończeniu.

2. Innowacje

Teoria dotycząca innowacji rozwijana jest od roku 1939, kiedy po raz pierwszy skoncentrował się na nich Joseph Schumpeter. W odniesieniu do innowacji w turystyce występuje jednak cały czas istotna luka wiedzy [Hjalager 2010].

Innowacje w turystyce są kategorią silnie zróżnicowaną [Khan, Khan 2009], w związku z czym oddziaływanie poszczególnych ulepszeń na przedsiębiorstwo turystyczne jest różne. W celu wyłonienia zmiennych, które różnicują zależność między innowacjami i wartością rynkową przedsiębiorstw turystycznych, przeprowadzono systematyczne studia literaturowe przy wykorzystaniu metody SALSA – Search, Appraisal, Synthesis, Analysis [Booth, Papaioannou, Sutton 2012].

W ramach studiów literaturowych wyszukano przy użyciu takich słów kluczowych, jak: *tourism, hospitality, hotel, travel, market value, firm value, stock returns, innovation, modernisation*, książki, artykuły i publikacje konferencyjne, które ukazały się w latach 1999-2013. Przeanalizowano 72 abstrakty oraz przeprowadzono szczegółową analizę treści (*content analysis*) 29 publikacji w największym stopniu skoncentrowanych na badanej tematyce.

Na podstawie studiów literaturowych wyłoniono m.in. grupę czterech zmiennych egzogenicznych (względem innowacji), które różnicują zależność między innowacjami i wartością rynkową przedsiębiorstwa turystycznego. Wyodrębniono następujące zmienne:

1. Doświadczenie. Ustalono, iż przedsiębiorstwa posiadające doświadczenie w rozwoju i komercjalizacji innowacji są w stanie lepiej z nich korzystać [Pauwels i in. 2004]. Ustalono ponadto, że zmienną odzwierciedla liczba rozwiniętych/skomercjalizowanych innowacji w okresie jednego roku poprzedzającego dzień ogłoszenia informacji o rozwoju/komercjalizacji innowacji.

2. Komunikacja. Studia literaturowe pozwoliły na ustalenie, iż aktualizacja początkowego ogłoszenia dotyczącego innowacji wpływa pozytywnie na reakcje inwestorów w wyniku zaspokajania potrzeb informacyjnych i tym samym minimalizację ryzyka [Sorescu, Shankar i Kushwaha 2007]. Ustalono, że zmienną odzwierciedla liczba komunikatów dotyczących danej innowacji.

3. Otoczenie. Zmienna ta odnosi się do czynników makroekonomicznych, wpływających na przedsiębiorstwo w kraju, w którym rozwija bądź komercjalizuje ono innowację [Ottenbacher, Harrington 2010]. Znacząca ich liczba wymusza wybór konkretnej miary określającej poziom szeroko rozumianego wsparcia. Ustalono, iż zmienną reprezentuje ogólny indeks innowacyjności gospodarki kraju – *Innovation Union Scoreboard* [Komisja Europejska 2014], w którym rozwijana bądź komercjalizowana była innowacja.

4. Etap. Przegląd literatury pozwolił określić, iż inwestorzy inaczej reagują na informacje o rozwoju innowacji i inaczej na informacje o ich komercjalizacji. Faza rozwoju innowacji trwa od momentu rozpoczęcia nad nią prac, do momentu wprowadzenia jej na rynek. Faza komercjalizacji rozpoczyna się w momencie wprowadzenia innowacji na rynek i trwa, dopóki jest wykorzystywana [Kelm, Narayanan, Pinches 1995].

W uzupełnieniu dla powyższych zmiennych wprowadzono piątą zmienną – kraj notowania przedsiębiorstwa. Założono, iż poznawczo interesujące będzie porównanie przedsiębiorstw notowanych w krajach reprezentujących kolejno niski, średni i wysoki poziom innowacyjności gospodarek. W krajach Unii Europejskiej reprezentantami każdej kategorii są Polska, Włochy i Szwecja [Komisja Europejska 2014].

Ostatnią wprowadzoną zmienną była społeczna odpowiedzialność biznesu. Efekty wdrażanych projektów CSR znajdują pozytywne odzwierciedlenie w wynikach finansowych przedsiębiorstwa, szczególnie w sytuacji gdy brana jest pod uwagę zmiana jego wartości rynkowej [Patari i in. 2012]. Casado-Diaz i in. [2014] wskazują, iż publikacja informacji wskazujących na stosowanie praktyk CSR ma pozytywny wpływ na przedsiębiorstwa. Po uwzględnieniu zmiennych branżowych wskazują jednak, że w przedsiębiorstwach turystycznych (sieci hotelowe i linie lotnicze) efekt ten jest słabszy niż w innych branżach. Na podstawie powyższych rozważań założono, że poznawczo interesujące jest rozróżnienie pomiędzy innowacjami prospołecznymi i proekologicznymi a pozostałymi.

3. Efektywność rynku kapitałowego

Innowacje są jednym z najistotniejszych predyktorów zmian wartości turystycznych przedsiębiorstw giełdowych [Nicolau, Santa-Maria 2013]. Ich uwzględnienie w wycenie jest jednak możliwe dopiero po otrzymaniu przez inwestorów informacji o nich, stąd powszechnym podejściem jest badanie reakcji rynku właśnie na informacje [Sharma, Lacey 2004]. Podejście to zakłada efektywność rynku.

Zgodnie z założeniami hipotezy rynku efektywnego [Fama 1970], inwestorzy reagują zarówno na publiczne, jak i prywatne informacje, które inkorporują w swoje wyceny bezbłędnie i natychmiastowo. Założenie o racjonalności inwestorów jest jednak częściowo kontestowane przez samego Fama [Fama, French 2007], który wskazuje, iż co prawda rynek jako całość pozostaje zawsze efektywny, ale pojedynczy inwestorzy mogą zarówno przeszacowywać, jak i niedoszacowywać aktywa. Natychmiastowa reakcja inwestorów znalazła natomiast poparcie w badaniach empirycznych prowadzonych w Europie i Ameryce Północnej [Perez-Rodriguez, Valcarcel 2012], w których wykazano że w większości anormalne zwroty, będące wynikiem pojawiających się informacji o innowacjach i aktywności R&D, pojawiają się w dniu ich ogłoszenia bądź dzień po nim. Szutowski i Bednarska [2014] wykazali, iż dla przedsiębiorstw turystycznych najwyższy anormalny zwrot, będący rezulta-

tem informacji o innowacjach, obserwowany jest w ciągu 21 dni (dzień wydarzenia oraz po 10 dni poprzedzających go i następujących po nim).

Pojedyncze rynki kapitałowe wykazują różny stopień efektywności. Jak wskazuje Baciou [2014], rynki szwedzki, włoski i polski mają średni bądź wysoki indeks efektywności. Oznacza to, że nowe informacje (w tym te dotyczące innowacji) są wyceniane przez rynek jako całość relatywnie szybko i precyzyjnie.

4. Metodyka

Podmiotem badania były przedsiębiorstwa turystyczne. Przedmiot badania stanowiły osiągnięte przez nie ponadprzeciętne zwroty uzyskiwane w wyniku emisji ogłoszeń dotyczących innowacji. Zbadano przedsiębiorstwa notowane na najważniejszych giełdach kapitałowych w Polsce, Włoszech i Szwecji, które są członkami Federation of European Securities Exchanges [FESE 2014]. Badanie przeprowadzono na rynkach głównych (nie uwzględniono platform MTF), na których w okresie 2007-2013 notowanych było 13 przedsiębiorstw turystycznych. Wyemitowały one łącznie 58 ogłoszeń dotyczących innowacji.

W badaniu wykorzystano metodę analizy zdarzeń (*event-study*), która pozwala zmierzyć efekty finansowe (w postaci zmiany kursów akcji) występowania nieprzewidzianych wydarzeń [McWilliams, Siegel 1997]. W badaniu wydarzenia reprezentowane były przez publicznie dostępne informacje dotyczące innowacji w przedsiębiorstwach turystycznych. Zmiana kursów akcji obliczana została jako różnica pomiędzy faktycznym zwrotem zanotowanym w danym okresie a zwrotem teoretycznym wyznaczonym w oparciu o trzyczynnikowy model Fama i Frencha [1993]. Występowanie anormalnych zwrotów sprawdzono w okresie 21 dni (10 przed pojawieniem się ogłoszenia, dzień ogłoszenia oraz 10 dni po tym dniu). Dla całego okresu wyznaczono wartości skumulowane. Zmienna ta – CAR (*cumulated abnormal return*) – została przyjęta za zmienną objaśnianą.

Analiza danych została przeprowadzona w oparciu o autorski model regresji, zawierający zarówno zmienne ilościowe (doświadczenie, komunikacja, otoczenie), jak i jakościowe (etap, kraj notowania, CSR). W badaniu porównywano trzy kraje, konieczne było więc wprowadzenie dwóch zmiennych binarnych i ustalenie kategorii referencyjnej [Górecki 2010]. W badaniu jako punkt odniesienia przyjęto przedsiębiorstwa notowane w Polsce i wprowadzono dwie zmienne: kraj notowania (Włochy) i kraj notowania (Szwecja). Finalnie model przybrał następującą formę:

$$y = \beta_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \beta_5 x_5 + \beta_6 x_6 + \beta_7 x_7 + \beta_8 x_8 + \varepsilon,$$

gdzie:

- $x_1 - 1$,
- x_2 – doświadczenie,
- x_3 – komunikacja,
- x_4 – otoczenie,

- x_5 – etap,
- x_6 – kraj notowania (Włochy),
- x_7 – kraj notowania (Szwecja),
- x_8 – CSR,
- ε – składnik resztowy.

Tak skonstruowany model pozwolił na zbadanie wybranych na podstawie studiów literaturowych zmiennych. Wyniki estymacji parametrów równania regresji zostały przedstawione w kolejnym punkcie.

5. Rezultaty

Niniejszy punkt poświęcony został prezentacji wyników analizy przeprowadzonej w oparciu o zaproponowane równanie regresji. Estymację parametrów przeprowadzono na podstawie danych z 58 ogłoszeń dotyczących innowacji, wyemitowanych w latach 2007-2013 przez badane przedsiębiorstwa turystyczne.

W pierwszej kolejności ustalono, iż średni skumulowany ponadprzeciętny zwrot dla wszystkich obserwacji był ujemny i wyniósł -0,18%. Następnie oszacowano parametry równania regresji. Uzyskany model pozwolił na wyjaśnienie niespełna 24% wariacji CAR. Współczynnik R^2 uplasował się na poziomie 0,238, a skorygowany współczynnik determinacji na poziomie 0,131. Wartość testu F (7;51) wyniosła 2,229 przy poziomie istotności $p = 0,047$. Uzyskane w modelu regresji parametry przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Parametry modelu regresji

Zmienne	Parametry	Błąd standardowy	t-stat	<i>p-level</i>
Wyraz wolny	17,025	5,958	2,857	0,006*
Doświadczenie	-0,521	0,513	-1,015	0,314
Komunikacja	-4,551	1,528	-2,978	0,004*
Otoczenie	-16,151	6,923	-2,332	0,023*
Etap	2,055	2,224	0,923	0,359
Kraj notowania (Włochy)	0,253	2,552	0,099	0,921
Kraj notowania (Szwecja)	7,337	3,321	2,209	0,031*
CSR	-3,044	2,208	-1,378	0,174

* – istotne poziomie $p < 0,05$.

Źródło: opracowanie własne.

Spśród badanych zmiennych 3 były statystycznie istotne na poziomie $p < 0,05$. Wyraz wolny nie ma w danym kontekście sensownej interpretacji ekonomicznej. Oznaczałby bowiem, ile wyniósłby wzrost skumulowanego ponadprzeciętnego zwrotu, gdyby wszystkie zmienne przyjęły wartość zero.

Dla zmiennej „komunikacja” uzyskany współczynnik wyniósł $-4,551$, co oznacza, że zwiększenie o jeden liczby komunikatów dotyczących danej innowacji prowadzi do ponadczterokrotnego zwiększenia ich negatywnego wpływu na CAR. Wpływ zmiennej otoczenie był również statystycznie istotny. Uzyskany współczynnik na poziomie $-16,151$ oznacza, że poprawa ogólnego poziomu innowacyjności w kraju, w którym innowacja jest rozwijana lub wdrażana, ma silny negatywny wpływ na poziom skumulowanego ponadprzeciętnego zwrotu. Ostatnią statystycznie istotną zmienną był kraj notowania (Szwecja), dla którego uzyskano współczynnik na poziomie $7,337$. Wartość ta oznacza, iż w porównaniu z innowacjami rozwijanymi i wdrażanymi przez przedsiębiorstwa notowane w Polsce (kategoria referencyjna), ponad siedmiokrotnie wyższy CAR generowany jest przez te rozwijane i wdrażane przez przedsiębiorstwa notowane w Szwecji.

Pozostałe badane zmienne nie były statystycznie istotne na poziomie 5%, w związku z czym nie potwierdziły teorii, na podstawie których zostały do modelu włączone. Brak statystycznej istotności wyników nie przesądził jednak o ich usunięciu z modelu. O ile bowiem pozostawienie w modelu zmiennych statystycznie nieistotnych nie powoduje istotnych zniekształceń estymacji opartej na metodzie najmniejszych kwadratów, o tyle usunięcie zmiennych istotnych może takie zniekształcenia powodować [Górecki 2010].

6. Zakończenie

Nasilająca się walka konkurencyjna na rynku turystycznym zmusza przedsiębiorstwa do poszukiwania innowacyjnych rozwiązań zapewniających osiągnięcie przewag konkurencyjnych. Celem badania było określenie występowania zależności pomiędzy innowacjami i wartością rynkową przedsiębiorstw turystycznych oraz teoretycznie determinującymi ją zmiennymi. Hipoteza towarzysząca opracowaniu głosiła, iż powyższa zależność występuje i jest pozytywna.

W pierwszej kolejności ustalono, iż w wyniku publikacji ogłoszeń dotyczących innowacji przedsiębiorstwa turystyczne traciły średnio $-0,18\%$ wartości. Fakt ten mógł wiązać się z ryzykiem dotyczącym innowacji – pewnością co do poniesienia kosztu i niepewnością w odniesieniu do przyszłych przychodów. Hipoteza została więc zweryfikowana negatywnie.

Następnie ustalono, iż zwiększenie liczby komunikatów dotyczących innowacji miało niekorzystny wpływ na skumulowany ponadprzeciętny zwrot. Rezultat taki jest sprzeczny z wynikami uzyskanymi przez Sorescu, Shankara i Kushwahę [2007]. Autorzy swoje badania przeprowadzili jednak na rynku software, który może mieć odmienne charakterystyki niż rynek turystyczny. Wysoki ogólny poziom innowacyjności kraju, w którym rozwijana bądź komercjalizowana była innowacja, wpływał ujemnie na wartości CAR. Fakt ten mógł być efektem wysokiego nasycenia i silnej konkurencji na rynkach wysoce innowacyjnych i związanych z tym trudności w osiągnięciu ponadprzeciętnego zwrotu. Ostatecznie ustalono, iż przedsiębiorstwa

notowane na rynku szwedzkim korzystają z innowacji silniej niż te notowane w Polsce, co może być efektem większej dojrzałości rynku. Ponadto należy zwrócić uwagę na zmienną CSR, która była statystycznie istotna na poziomie $p = 0,174$. Rezultat taki stoi w opozycji do wyników uzyskanych przez Patari i in. [2012]. Autorzy swoje badanie przeprowadzili jednak na rynku energii, odmiennym od rynku turystycznego.

Z punktu widzenia praktyki gospodarczej zaprezentowany model może być wsparciem podczas planowania polityki innowacyjnej i komunikacyjnej w przedsiębiorstwach turystycznych. Ponadto może być pomocny w planowaniu działań społecznie odpowiedzialnych.

Badanie pozwoliło zweryfikować statystyczną istotność wybranych zmiennych. Istotnym ograniczeniem był jednak fakt, iż zostało ono przeprowadzone na próbnie uniemożliwiającej generalizację wyników. Dodatkowo zróżnicowanie geograficzne objęło jedynie trzy kraje. Z punktu widzenia przyszłych badań istotne wydaje się zwiększenie zarówno próby badawczej, jak i zróżnicowania geograficznego.

Literatura

- Baciu O., 2014, *Ranking capital markets efficiency: the case of twenty European stock markets*, „Journal of Applied Quantitative Methods”, vol. 9, no. 3, s. 24-33.
- Booth A., Papaioannou D., Sutton A., 2012, *Systematic Approaches to a Successful Literature Review*, Sage, London.
- Carlborg P., Kindström D., Kowalkowski C., 2014, *The evolution of service innovation research: A critical review and synthesis*, „Service Industries Journal”, vol. 34, no. 5, s. 373-398.
- Casado-Diaz A., Nicolau J., Ruiz-Moreno F., Ricardo S., 2014, *Industry-specific effect of CSR initiatives: hotels and airlines*, „Kybernetes”, vol. 43, z. 3/4, s. 547-564.
- Fama E., 1970, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, „Journal of Finance”, vol. 25, no. 2, s. 383-417.
- Fama E., French K., 1993, *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, „Journal of Financial Economics”, no. 33, s. 3-56.
- Fama E., French K., 2007, *Disagreement, tastes, and asset prices*, „Journal of Financial Economics”, no. 83, s. 667-689.
- FESE – Federation of European Securities Exchanges, 2014, *Full Members*, <http://www.fese.eu/en/?inc=page&id=7> (29.10.2014).
- Górecki B., 2010, *Ekonometria. Podstawy teorii i praktyki*, Key Text, Warszawa.
- Hjalager A., 2010, *A review of innovation research in tourism*, „Tourism Management”, vol. 31, no. 1, s. 1-12.
- Jia M., Zhang Z., 2014, *How does the stock market value corporate social performance? When behavioral theories interact with stakeholder theory*, „Journal of Business Ethics”, no. 125, s. 433-465.
- Kelm K., Narayanan V., Pinches G., 1995, *Shareholder Value Creation during R&D Innovation and Commercialization Stages*, „Academy of Management Journal”, vol. 38, no. 3, s. 770-786.
- Khan M., Khan M., A., 2009, *How technological innovations extend services outreach to customers. The changing shape of hospitality services taxonomy*, „International Journal of Contemporary Hospitality Management”, z. 21, no. 5, s. 509-522.
- Komisja Europejska, 2014, *Innovation Union Scoreboard*, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/ius/ius-2014_en.pdf (1.1.2015).

- Nicolau J., Santa-Maria M., 2013, *The effect of innovation on hotel market value*, „International Journal of Hospitality Management”, z. 32, s. 71-79.
- Ottenbacher M., Harrington R., 2010, *Strategies for achieving success for innovative versus incremental new services*, „Journal of Services Marketing”, vol. 24, no. 1, s. 3-15.
- Patari S., Jatunen A., Kylaheiko K., Sandstrom J., 2012, *Does sustainable development foster value creation? Empirical evidence from the global energy industry*, „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, no. 19, s. 317-326.
- Pauwels K., Silva-Risso J., Srinivasan S., Hanssens D., 2004, *New Products, Sales Promotions, and Firm Value: The Case of the Automobile Industry*, „Journal of Marketing”, z. 68, s. 142-156.
- Perez-Rodriguez J., Valcarcel B., 2012, *Do product innovation and news about the R&D process produce large price changes and overreaction? The case of pharmaceutical stock prices*, „Applied Economics”, no. 44, s. 2217-2229.
- Schumpeter J., 1939, *Business Cycles a Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company, New York-Toronto-London.
- Sharma A., Lacey N., 2004, *Linking Product Development Outcomes to Market Valuation of the Firm: the Case of the U. S. Pharmaceutical Industry*, „The Journal of Product Innovation Management”, z. 21, s. 297-308.
- Sorescu A., Shankar V., Kushwaha T., 2007, *New Products Preannouncements and Shareholder Value: Don't Make Promises You Can't Keep*, „Journal of Marketing Research”, vol. 44, s. 468-489.
- Szutowski D., Bednarska M.A., 2014, *Short-term effects of innovations on tourism enterprise market value: event study approach*, [w:] Dias F., Oliveira S., Kosmaczewska J., Pereira A. (red.), *New Trends in Tourism Research – A Polish Perspective*, Tourism Research Group of Polytechnic Institute of Leiria, Portugal, s. 205-217.
- WTTC – World Travel and Tourism Council, 2014, *Travel and Tourism. Economic Impact 2014. European Union*, http://www.wttc.org/site_media/uploads/downloads/european_union2014.pdf (1.1.2015).
- McWilliams A., Siegel D., 1997, *Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues*, „Academy of Management Journal”, vol. 40, no 3, s. 626-657.