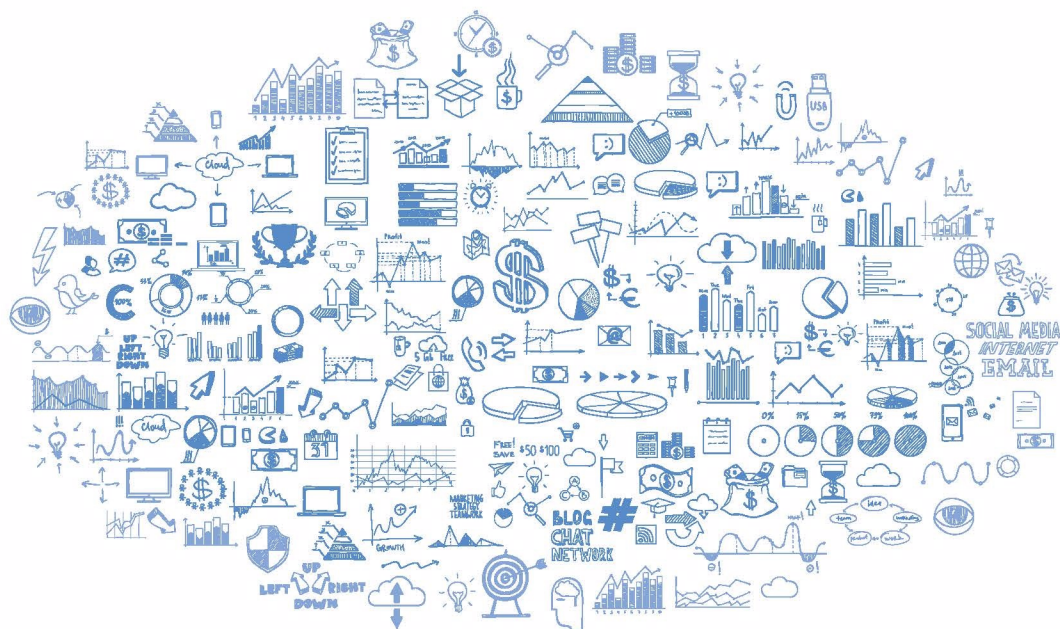


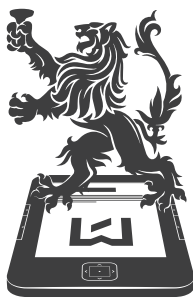
Ekonomia

Rozszerzona sprawozdawczość biznesowa spółek giełdowych

Dariusz Jędrzejka



**Rozszerzona
sprawozdawczość
biznesowa spółek
giełdowych**



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Rozszerzona sprawozdawczość biznesowa spółek giełdowych

Dariusz Jędrzejka



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

Dariusz Jędrzejka – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Finansów, Katedra Bankowości, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41

RECENZENT

Dariusz Zarzecki

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Danuta Bąk

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Dariusz Jędrzejka, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.06984.15.0.M

Ark. wyd. 19,1; ark. druk. 21,25

ISBN 978-83-8088-232-4
e-ISBN 978-83-8088-233-1

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział 1	
Przejrzystość spółek giełdowych – istota, znaczenie, skutki	17
1.1. Znaczenie przejrzystości spółki giełdowej	17
1.1.1. Informacja a rynek kapitałowy	17
1.1.2. Istota przejrzystości spółki giełdowej	19
1.2. Powody istotnego znaczenia przejrzystości	21
1.2.1. Przejrzystość a odbudowa zaufania do rynku	21
1.2.2. Przejrzystość jako fundament nadzoru korporacyjnego	25
1.2.3. Asymetria informacji a efektywność rynku kapitałowego	32
1.2.4. Regulacje rachunkowości a przejrzystość	36
1.2.5. Nowe źródła wartości przedsiębiorstwa	44
1.2.6. Oczekiwania interesariuszy, zrównoważony rozwój, społeczna odpowiedzialność biznesu	50
1.3. Przejrzystość spółek – koszty i korzyści, wyniki badań	57
1.3.1. Koszty i korzyści związane ze zwiększaniem przejrzystości spółki	57
1.3.2. Przegląd badań dotyczących ujawnień i przejrzystości	61
1.4. Podsumowanie	80
Rozdział 2	
Regulacje i inicjatywy wpływające na przejrzystość spółek	83
2.1. Regulacje prawne wpływające na przejrzystość	83
2.1.1. Harmonizacja przepisów rachunkowości	83
2.1.2. Nadzór korporacyjny	91
2.1.2.1. Stany Zjednoczone	91
2.1.2.1.1. Sarbanes-Oxley Act	91
2.1.2.1.2. <i>21st Century Disclosure Initiative</i>	93
2.1.2.2. Unia Europejska	94
2.1.2.2.1. Dyrektywa <i>Transparency</i>	95

2.1.2.3. Kodeksy dobrych praktyk	99
2.1.2.3.1. OECD	100
2.1.2.3.2. ONZ	100
2.1.2.3.3. Rozwiązania brytyjskie	101
2.1.3. Regulacje dotyczące ujawniania informacji z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju	104
2.2. Inicjatywy na rzecz zwiększania przejrzystości spółek	110
2.2.1. Inicjatywy związane z raportowaniem informacji na temat społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju	111
2.2.2. Inicjatywy związane z raportowaniem informacji na temat zasobów niematerialnych	117
2.2.3. Pozostałe inicjatywy dotyczące zwiększania przejrzystości spółek	125
2.2.3.1. Zalecenia wydane przez AICPA	125
2.2.3.2. <i>International Financial Reporting Standard (IFRS) Practice Statement Management Commentary</i>	127
2.2.3.3. <i>FASB Business Reporting Research Project</i>	127
2.2.3.4. Inicjatywy spółek audytorskich	128
2.2.3.5. Sprawozdawczość zintegrowana (<i>integrated reporting</i>)	129
2.3. Regulacje i inicjatywy dotyczące publikowania informacji przez spółki w Polsce	133
2.3.1. Regulacje prawne	133
2.3.2. Kodeksy dobrych praktyk	135
2.3.3. Krajowy Standard Rachunkowości Nr 9	135
2.3.4. Inicjatywy na rzecz promowania większej przejrzystości	137
2.4. Podsumowanie	138
Rozdział 3	
Pożądaný kształt raportu rocznego	141
3.1. Raport roczny jako podstawowe źródło informacji	141
3.2. Potrzeby informacyjne odbiorców raportu rocznego	143
3.3. Raport roczny a przejrzystość spółki	145
3.3.1. Jakość informacji w raporcie rocznym	146
3.3.2. Zakres informacji w raporcie rocznym	149
3.3.2.1. Sprawozdanie finansowe	149
3.3.2.2. Pozostałe elementy raportu spółki	157
3.4. Pożądaný zakres informacji w raporcie rocznym	158
3.4.1. Analiza otoczenia	159
3.4.2. Strategia spółki	161
3.4.3. Nadzór korporacyjny	163
3.4.4. Struktura właścicielska, grupa kapitałowa, akcje	164
3.4.5. Ryzyko	166
3.4.6. Wyniki spółki	169

3.4.6.1. Wyniki ekonomiczne	170
3.4.6.2. Wyniki segmentów operacyjnych	172
3.4.6.3. Wyniki społeczne i środowiskowe	174
3.4.7. Tworzenie wartości	177
3.4.8. Informacje prospektywne	179
3.4.9. Informacje na temat relacji z interesariuszami	181
3.5. Podsumowanie – lista pożądanych ujawnień	183

Rozdział 4

Analiza ujawnień w wybranych spółkach giełdowych	193
4.1. Przegląd metod badania ujawnień	193
4.1.1. Metody subiektywne	194
4.1.2. Metody semi-obiektywne	195
4.1.2.1. Analiza tekstu – badanie czytelności	195
4.1.2.2. Analiza tekstu – tematyczna analiza treści (<i>thematic content analysis</i>)	196
4.1.2.3. Analiza tekstu – analiza lingwistyczna	199
4.1.2.4. Indeksy ujawnień	200
4.1.3. Podejścia do analizy ujawnień – podsumowanie	205
4.2. Metoda analizy ujawnień wykorzystana w pracy	205
4.3. Przedmiot badania	208
4.3.1. Badane dokumenty	209
4.3.2. Badane spółki	211
4.3.3. Badany okres	213
4.4. Procedura badawcza	214
4.5. Charakterystyka raportów badanych spółek	215
4.6. Uwagi do zawartości raportów rocznych	218
4.6.1. Obszar I – Informacje ze sprawozdania finansowego	219
4.6.1.1. Polityka rachunkowości	219
4.6.1.2. Noty objaśniające	221
4.6.2. Obszary II–X – pozostałe elementy raportu rocznego	223
4.6.2.1. Komentarz zarządu, sprawozdanie z działalności	224
4.6.3. Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	225
4.6.4. Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	227
4.6.5. Informacje prospektywne	228
4.6.6. Ład, nadzór korporacyjny	228
4.6.7. Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	229
4.6.8. Ryzyko	229
4.6.9. Wyniki i tworzenie wartości	230
4.6.10. Interesariusze, relacje z otoczeniem	231
4.6.11. Czytelność raportu	233

4.7. Ilościowy obraz ujawnień w badanych spółkach	233
4.7.1 Ilościowy obraz ujawnień w podziale na obszary tematyczne	238
Rozdział 5	
Wnioski i uwagi końcowe	257
5.1. Wnioski z analizy zawartości raportów	257
5.1.1. Sprawozdanie finansowe	257
5.1.2. Uwagi do pozostałych części raportu rocznego	258
5.1.2.1. Uwagi ogólne	258
5.1.2.2. Uwagi dotyczące zakresu informacji	261
5.1.3. Uwagi dotyczące raportu jako całości	264
5.2. Wnioski z analizy ilościowej ujawnień	267
5.3. Ograniczenia badania	270
5.4. Propozycje dalszych badań	271
Zakończenie	275
Bibliografia	281
Spis tabel	317
Spis wykresów	318
Spis schematów	318
Załącznik. Konstrukcja indeksu do badania zawartości raportu rocznego	319

Wstęp

Rynek finansowy w gospodarce rynkowej jest mechanizmem umożliwiającym przepływ środków między podmiotami dysponującymi nadwyżkami wolnych środków pieniężnych a podmiotami zgłaszającymi na nie zapotrzebowanie. Jednym z jego segmentów jest rynek kapitałowy, gdzie dokonują się transakcje związane z przepływami finansowymi w okresach długich (przepływami kapitału)¹. W węższym znaczeniu rynek kapitałowy rozumiany jest jako rynek papierów wartościowych (udziałowych i dłużnych). Dzięki rynkowi kapitałowemu oszczędności gospodarstw domowych, przedsiębiorstw są wykorzystywane do finansowania procesów inwestycyjnych poprzez przetwarzanie kapitału pieniężnego w kapitał trwały produkcyjny i nieprodukcyjny².

O znaczeniu rynku kapitałowego w obecnych czasach świadczyć może jego wielkość, rozumiana jako wartość obrotów czy kapitalizacji spółek. W rozwiniętych gospodarkach wartość kapitalizacji spółek giełdowych przekracza 60% PKB³, przy czym są kraje, gdzie relacja ta wynosi ponad 100% (na przykład Wielka Brytania, Szwajcaria, Szwecja, Luksemburg, Stany Zjednoczone)⁴. Znaczenia rynkom kapitałowemu dodaje – powstała

1 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002, s. 15.

2 W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe: metody ilościowe*, t. I, Agencja Wydawnicza PLACET, Warszawa 2001, s. 13.

3 W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 22. Według danych Banku Światowego dla krajów strefy euro relacja ta w 2012 r. wynosiła 61%, a na świecie dla krajów o wysokim dochodzie narodowym (*per capita*) 86%. Bank Światowy, *Market capitalization of listed companies (% of GDP)*, <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> [dostęp 20.11.2014].

4 Relacje te dla roku 2012 wynosiły odpowiednio dla Wielkiej Brytanii 123%, Szwajcarii 171%, Luksemburga 128%, Stanów Zjednoczonych 115%, Szwecji 107%. Bank Światowy, *Market capitalization of listed companies...*

w wyniku procesów globalizacji, integracji i deregulacji rynków kapitałowych – możliwość notowania papierów wartościowych spółki na zagranicznych rynkach, co umożliwia międzynarodowe pozyskiwanie źródła finansowania, zwiększając jednocześnie konkurencję o dostęp do kapitału.

Efektywne funkcjonowanie rynku kapitałowego warunkuje możliwość pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa, ale także w coraz większym stopniu decyduje o konkurencyjności giełd i gospodarek krajowych, których rozwój może być uzależniony od napływu kapitału⁵. Rynek kapitałowy, spełniając swoje podstawowe zadania, umożliwia ekonomicznie efektywną alokację kapitału, właściwą wycenę instrumentów tego rynku oraz uzyskanie dochodu przez inwestorów⁶. Rynek kapitałowy to jeden z istotniejszych elementów rynku finansowego, pozwalający na mobilizację i alokację kapitału w gospodarce.

Funkcjonowanie rynku kapitałowego, jak i innych rynków, nie jest możliwe bez informacji o przedmiocie obrotu. Dostęp do informacji umożliwia podjęcie decyzji przez uczestnika rynku o zawarciu bądź zaniechaniu transakcji oraz o jej warunkach. Tym samym dostępność informacji może wpływać na skuteczność mechanizmów wyceny przedmiotu obrotu. Z tego powodu spółki giełdowe obowiązane są do generowania i udostępniania informacji w postaci raportów okresowych i bieżących. Ma to na celu informowanie interesariuszy (przede wszystkim inwestorów) o procesie gospodarowania kapitałem powierzonym spółce oraz o wynikach tego procesu, a także o wszelkich istotnych zdarzeniach, decyzjach, planach z tym związanych. Rzetelne i terminowe udostępnianie informacji umożliwiających ocenę spółki stanowi o jej przejrzystości.

Wzrost zainteresowania problemem przejrzystości spółek giełdowych można datować na przełom XX i XXI wieku, kiedy to miały miejsce skandale księgowe w Stanach Zjednoczonych i Europie. Od tego czasu gwałtownie wzrosła liczba prac i podejmowanych inicjatyw, których celem jest zapewnienie i podnoszenie poziomu przejrzystości spółek giełdowych. Ich wynikiem są regulacje, rekomendacje, wskazówki odnośnie do nadzoru korporacyjnego, sprawozdawczości finansowej, sprawozdawczości na temat wpływu na środowisko czy szerzej – społecznej odpowiedzialności biznesu. Prace te prowadzone są przez regulatorów i nadzorców rynków kapitałowych, ustawodawców. Równolegle funkcjonują

5 M. Aluchna, *Przejrzystość jako element nadzoru korporacyjnego. Wyzwania dla spółek giełdowych*, cz. I, "E-mentor" 2005, No. 5, <http://www.e-mentor.edu.pl/artykul/index/numer/12/id/214> [dostęp 20.11.2014].

6 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 23.

inicjatywy oddolne, kierowane przez środowiska zawodowe (organizacje księgowych, biegłych rewidentów), organizacje pozarządowe, ośrodki badawcze, firmy konsultingowe, organizacje międzynarodowe. Wieloaspektowość prowadzonych rozważań oraz podejmowanie ich przez bardzo różne podmioty podkreślają znaczenie problemu przejrzystości dla współczesnych spółek giełdowych. Jedno z podstawowych narzędzi czy sposobów zwiększenia przejrzystości spółek giełdowych, które jednocześnie w mniejszym lub większym zakresie jest przedmiotem powyższych prac, nazywane jest często rozszerzoną sprawozdawczością biznesową (z angielskiego *enhanced business reporting*⁷).

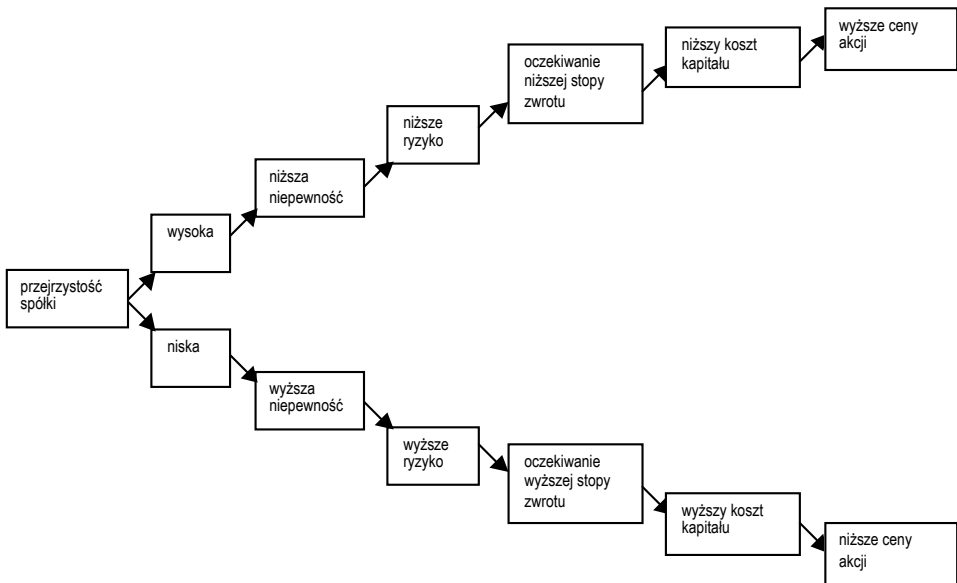
Wskazuje się na liczne konsekwencje zwiększenia poziomu przejrzystości spółek giełdowych. Podstawowym efektem jest zmniejszenie niepewności uczestników rynku. Wyższy poziom przejrzystości spółki podnosi wiarygodność spółki, zmniejsza poziom asymetrii informacji, skutkuje lepszą wyceną akcji, większym popytem na akcje i wynikającym z tych zjawisk łatwiejszym dostępem do kapitału przez spółki bardziej przejrzyste⁸. Wybrane efekty różnych poziomów przejrzystości zaprezentowano na schemacie 1.

Fakt dużego i ciągle rosnącego zainteresowania przejrzystością spółek giełdowych, a także jego wieloaspektowość, stanowią podstawowe przesłanki podjęcia tematu pracy. Kolejnym argumentem przemawiającym

7 Pojęcie używane przez amerykańskie stowarzyszenie księgowych. Por. AICPA, *Enhanced Business Reporting Consortium*, <http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/EnhancedBusinessReporting/Pages/EnhancedBusinessReporting.aspx> [dostęp 12.12.2014].

8 M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 84; R. G. Eccles, R. H. Herz, E. M. Keegan, D. M. H. Phillips, *The ValueReporting Revolution, Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons, New York 2001, s. 190; A. Anderson, P. Herring, A. Pawlicki, *EBR: the next step: enhanced business reporting will improve information quality, integrity and transparency*, "Journal of Accountancy", June 2005; J. E. Boritz, *Maintaining Quality Capital Markets Through Quality Information*, April 2006, <https://web.archive.org/web/20100107093259/http://www.cica.ca/research-and-guidance/academic-research/item13483.pdf> [dostęp 20.11.2014]; J. E. Boritz, *Forum on Maintaining Quality Capital Markets Through Quality Information*, "Accounting Perspectives" 2007, Vol. 6, No. 3; CIMA, *Business Transparency in a Post-Enron World*, „CIMA Executive Briefing”, August 2002, http://www.cimaglobal.com/cps/rde/xchg/live/root.xsl/9532_9540.htm [dostęp 19.11.2014]; FASB, *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*, 2001, <http://www.fasb.org/brrp/brrp2.shtml> [dostęp 20.11.2014]; Deloitte, *Global capital markets and the global economy: a vision from the CEOs of international audit networks*, October 2006, <http://www.iasplus.com/en/binary/resource/0611visionpaper.pdf/view> [dostęp 18.11.2014]; B. Sheridan, *The New Face of Financial Reporting*, "Sum News", Spring 2005.

za eksploracją omawianego zagadnienia była niewielka liczba badań przeprowadzonych na spółkach z relatywnie młodego rynku giełdowego, jakim jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Temat rozszerzonej sprawozdawczości i zwiększania przejrzystości spółek giełdowych jest znacznie częściej podejmowany w odniesieniu do gospodarki amerykańskiej czy wysoko rozwiniętych krajów Unii Europejskiej, w porównaniu z krajami o niższym poziomie rozwoju. Istotne wydaje się zatem podjęcie próby analizy poziomu przejrzystości spółek giełdowych w Polsce.



Schemat 1. Konsekwencje różnych poziomów przejrzystości spółki

Źródło: oprac. na podst. P. W. B. Miller, P. R. Bahnson, *Quality Financial Reporting*, McGraw Hill 2002.

Celem pracy jest przedstawienie istoty oraz kluczowych uwarunkowań i konsekwencji procesu zwiększania przejrzystości spółek giełdowych, a także ocena i analiza zmian poziomu przejrzystości wybranych polskich spółek giełdowych. W pracy przedstawiono obszary i inicjatywy, w ramach których podejmowane są działania na rzecz wzrostu przejrzystości spółek giełdowych. By możliwa była obserwacja kształtowania się poziomu przejrzystości, zaproponowano narzędzie pomiaru przejrzystości spółek (indeks ujawnień). Analiza poziomu i jego zróżnicowania wartości indeksu ujawnień pozwoliła zidentyfikować ujawnienia, których jakość powinna ulec poprawie. Badanie miało także na celu odpowiedź

na pytanie, czy rosnące zainteresowanie przejrzystością i mnogością wspierających ją projektów pociąga za sobą rzeczywisty wzrost jakości ujawnień spółek giełdowych.

W pracy przedstawiono analizę literatury przedmiotu, która pozwoliła na charakterystykę przesłanek i potencjalnych konsekwencji zwiększania przejrzystości. Analiza ta jest punktem wyjścia do identyfikacji i charakterystyki działań podejmowanych na całym świecie, których wynikiem są regulacje lub rekomendacje odnośnie do rozszerzonej sprawozdawczości biznesowej. Dokonano przeglądu aktów normatywnych, regulacji oraz rekomendacji i wytycznych, które wpływają na kształt informacji udostępnianej przez spółki otoczeniu. Przegląd ten uzupełniono o zestawienie wyników badań na temat ilości i jakości ujawnianych przez spółki informacji, w tym badań, które koncentrowały się na obserwacji czynników, na które ilość i jakość ujawnień może wpływać. Wykorzystując efekty prowadzonych na świecie prac, zaproponowano pożądany kształt raportu rocznego. Głównym narzędziem badawczym był skonstruowany na jego podstawie indeks ujawnień, który posłużył do kwantyfikacji przejrzystości spółek na podstawie zawartości ich raportów rocznych.

Ocenę przejrzystości polskich spółek giełdowych przeprowadzono na grupie podmiotów, których akcje wchodziły w skład indeksu WIG20⁹. W badaniu wykorzystano następujące materiały dotyczące tych podmiotów:

- raporty roczne za lata: 2001, 2005, 2009, 2013,
- dodatkowe raporty i dokumenty publikowane przez spółki (przykładowo na temat społecznej odpowiedzialności biznesu, ładu korporacyjnego, zrównoważonego rozwoju, raporty środowiskowe).

Powyższe materiały pozyskiwano z dwóch źródeł. Były to strony internetowe spółek giełdowych oraz baza *ISI Emerging Markets Information Service* (EMIS), w której publikowane są materiały wymagane od spółek giełdowych w Polsce. W celu zebrania informacji na temat liczby punktów w ramach indeksu ujawnień wykorzystano arkusz kalkulacyjny. Skonstruowano arkusz do oceny raportów spółek giełdowych, który dzięki wykorzystaniu programu umożliwił zestawienie wyników wszystkich spółek w poszczególnych latach i opracowanie statystyczne wyników w postaci wykresów i tabel.

Praca składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów, zakończenia oraz spisów obiektów, bibliografii, a także załączników. Trzy pierwsze rozdziały mają charakter teoretyczny, dwa ostatnie charakter empiryczno-badawczy.

Rozdział pierwszy ma za zadanie przedstawić istotę przejrzystości spółki giełdowej oraz wskazać kluczowe uwarunkowania rosnącego

9 Szczegółowy opis doboru próby zawiera Rozdz. 4, pkt 4.3.2. „Badane spółki”.

znaczenia koncepcji transparentności przedsiębiorstw. Zaprezentowane zostają także główne konsekwencje, które mogą być efektem procesu zwiększania przejrzystości spółek. W ich ramach opisywane są zarówno korzyści, jak i koszty oraz zagrożenia, które mogą wystąpić wraz z ujawnianiem otoczeniu większego zakresu informacji. W ostatniej części rozdziału dokonano przeglądu wyników dotychczasowych badań, które poruszały problem przejrzystości spółek.

Rozdział drugi charakteryzuje działania podejmowane na rzecz zwiększania przejrzystości spółek giełdowych. Wśród nich wymieniono prace nad regulacjami rachunkowości i ładu korporacyjnego. Przedstawiono także inicjatywy dotyczące raportowania informacji na temat społecznej odpowiedzialności biznesu, zrównoważonego rozwoju oraz kapitału intelektualnego. Wśród opisywanych działań znajdują się zarówno te inicjowane przez organizacje rządowe, których wynikiem mogą być regulacje i rekomendacje, jak i inicjatywy pozarządowe, prywatne, które formułują zalecenia i dobre praktyki.

Uwzględniając rozważania z rozdziału pierwszego oraz wyniki inicjatyw opisanych w rozdziale drugim, zaproponowano w rozdziale trzecim pożądaną kształt raportu rocznego spółki giełdowej. Podjęta została próba wskazania zakresu informacji w raporcie rocznym, który zapewni wysoki poziom przejrzystości spółki. Propozycja ta odnosi się do kształtu sprawozdania finansowego, jak i towarzyszącego mu sprawozdania z działalności oraz innych dokumentów, które mogą je uzupełniać (głównie raportu o społecznej odpowiedzialności biznesu, zrównoważonym rozwoju, a także o ładzie korporacyjnym).

Rozdział czwarty ma charakter empiryczno-badawczy. W pierwszej jego części scharakteryzowano metody pomiaru ilości i jakości ujawnień, które wykorzystywano w dotychczasowych badaniach. Opisane zostały zalety i wady poszczególnych podejść badawczych. Następnie przedstawiony i uzasadniony został wybór metody zastosowanej w pracy. Na podstawie rozważań z rozdziału trzeciego skonstruowano indeks ujawnień, który pozwala skwantyfikować poziom przejrzystości spółki giełdowej. W drugiej części rozdziału przedstawiono wyniki badań raportów rocznych za lata 2001, 2005, 2009, 2013 osiemnastu polskich spółek giełdowych. Wyniki te mają zarówno charakter opisowy, jak i ilościowy. Przedstawione zostały spostrzeżenia będące rezultatem analizy zawartości raportów rocznych spółek giełdowych, a następnie ukazano skwantyfikowany poziom przejrzystości w formie zagregowanej i zdezagregowanej. Ukazane zostały także jego zmiany w czasie.

Rozdział piąty podsumowuje wyniki rozważań rozdziału czwartego. Wskazane zostały spostrzeżenia i uwagi dotyczące zawartości raportów rocznych polskich spółek giełdowych, które są efektem oceny ilości

i jakości ujawnień wymaganej dla określenia wartości indeksu ujawnień. Uwagi te jednocześnie są podstawą do sformułowania zaleceń dla spółek giełdowych, których zarządy chcą przejrzysto informować otoczenie o swojej działalności. W rozdziale piątym wskazano także istotne ograniczenia badania, z których pośrednio wynika propozycja przyszłych kierunków badań nad ilością i jakością ujawnień spółek giełdowych.

W Zakończeniu podsumowano rozważania przeprowadzone w pracy oraz przedstawiono syntetycznie wnioski płynące z przeprowadzonych badań oraz rekomendacje dalszych studiów w obszarze przejrzystości spółek giełdowych.

Rozdział 1

Przejrzystość spółek giełdowych – istota, znaczenie, skutki

1.1. Znaczenie przejrzystości spółki giełdowej

1.1.1. Informacja a rynek kapitałowy

Rynek spełnia swoje funkcje, gdy oprócz występowania dużej liczby podmiotów po stronie popytu i podaży, jego uczestnicy mają równy dostęp do informacji o przedmiocie obrotu. Dzięki informacji uczestnicy rynku mogą podejmować decyzje o zakupie bądź sprzedaży papierów wartościowych oraz budować strategie inwestycyjne dostosowane do swoich preferencji w zakresie ryzyka i stopy zwrotu. Powszechny, równy i bezpłatny dostęp do informacji jest podstawą działania rynku kapitałowego¹. Każda decyzja uczestnika rynku kapitałowego niesie ze sobą ryzyko, że jej wynik nie będzie zgodny z oczekiwaniami. Podejmujący decyzje na podstawie dostępnych informacji powinien mieć pewność, że informacje te są kompletne oraz wiarygodne, a przede wszystkim muszą być dla niego zrozumiałe. Wtedy jego ewentualna strata będzie rezultatem głównie błędnie podjętej decyzji, a nie skutkiem opierania się na niewłaściwym przedstawieniu sytuacji podmiotu w publikowanych informacjach². Umożliwienie podejmowania decyzji jest jednym z głównym powodów generowania i publikowania informacji przez przedsiębiorstwa. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji, gdy funkcje właściciela są rozdzielone od funkcji zarządzającej jednostką, jak to ma miejsce w przypadku spółek kapitałowych³.

1 M. Andrzejewski, *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, PWN, Warszawa 2002, s. 19.

2 S. A. DiPiazza Jr., R. G. Eccles, *Building Public Trust: The Future of Corporate Reporting*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 9.

3 Mowa tu o sytuacji, gdy właściciel przekazuje, zleca zarządzanie spółką zawodowym menedżerom. Rozdzielenie własności od zarządzania jest szczególnie widoczne w przypadku spółek akcyjnych notowanych na giełdzie. Liczba właścicieli jest zwykle na tyle liczna, że w praktyce niemożliwe by było kierowanie przez nich spółką.

Informacja decyduje o funkcjonowaniu rynku kapitałowego, a wszelkie bariery czy nieprawidłowości w jej przekazywaniu świadczą o niedoskonałości rynku, gdyż im bardziej przejrzyste jest działanie spółki, tym lepsza wycena jej akcji⁴. W warunkach globalnej konkurencji i rywalizacji o źródła finansowania pozyskiwane poprzez rynek giełdowy, spółki muszą spełnić rosnące oczekiwania i wymagania inwestorów w zakresie przekazywanych informacji i przejrzystości swojej działalności. Na rynku obserwuje się znaczny udział inwestorów instytucjonalnych⁵ (na przykład funduszy inwestycyjnych i emerytalnych), których wymagania co do przejrzystości działania spółki, z uwagi na posiadaną wiedzę i możliwości analizy informacji oraz fakt zaangażowania środków swoich klientów (i związaną z tym odpowiedzialność), są bardzo wysokie⁶.

Najważniejszym źródłem informacji dla uczestników rynku kapitałowego jest podmiot, który dane papiery wartościowe emituje. Publikowane raporty bieżące i okresowe, zawierające sprawozdanie finansowe oraz pozostałe informacje na temat działalności przedsiębiorstwa, mają za zadanie wiernie przedstawiać sytuację finansową i majątkową przedsiębiorstwa, zarówno przeszłą, obecną, jak też powinny pozwalać na analizę oraz prognozę wyników w przyszłości w celu oceny perspektyw przetrwania i rozwoju podmiotu. Ważne jest zatem, by raporty publikowane przez przedsiębiorstwa zawierały wysokiej jakości informacje, zarówno jeśli chodzi o sprawozdanie finansowe, jak i o wszelkie dodatkowe raporty i wyjaśnienia.

Odpowiedzialność za publikowane w raportach informacje ponoszą:

- zarząd i rada nadzorcza – są zobowiązane do zapewnienia, aby publikowane przez spółkę raporty były zgodne z wymogami prawa⁷,
- biegły rewident – wydaje opinię, czy przygotowane sprawozdanie finansowe rzetelnie i jasno przedstawia sytuację finansową i majątkową podmiotu⁸,

4 *Cadbury report. The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> [dostęp 20.11.2014].

5 J. Solomon, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Chichester 2007, s. 5.

6 M. Aluchna, *Przejrzystość jako element nadzoru korporacyjnego. Wyzwania dla spółek giełdowych*, cz. II, "E-mentor" 2006, No. 1, <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/13/id/249> [dostęp 20.11.2014].

7 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. 2009, Nr 152, poz. 1223, ze zm., art. 4a.

8 Art. 65 pkt. 2 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości wskazuje, że opinia powinna odpowiadać na pytanie, czy sprawozdanie finansowe jest sporządzone na podstawie prawidłowo prowadzonych ksiąg rachunkowych, zgodnie z określonymi zasadami rachunkowości, jest zgodne z przepisami prawa, umową

a w dalszej kolejności (pośrednio) także takie podmioty, jak:

- ustawodawcy i inni regulatorzy – wydają przepisy regulujące proces publikowania sprawozdań finansowych, innych rodzajów sprawozdań,
- nadzorcy rynków – kontrolują spełnianie nałożonych prawem obowiązków informacyjnych, w razie konieczności mogą nakładać kary za nieprawidłowości w przekazywaniu informacji,
- giełdy – mogą w swoim regulaminie nakładać dodatkowe obowiązki informacyjne, które muszą być spełnione przez notowane na nich podmioty.

Przepisy prawa, standardy i praktyki dotyczące generowania i prezentowania danych finansowych oraz niefinansowych w raportach spółek są ciągle udoskonalane, by zapewnić ich użytkownikom jak najpełniejszą, najbardziej wiarygodną i dostarczoną terminowo informację na temat działania spółek, czyli zapewnić jak najwyższy poziom ich przejrzystości.

1.1.2. Istota przejrzystości spółki giełdowej

Przejrzystość spółki giełdowej można zdefiniować jako uczciwe, odpowiedzialne i terminowe ujawnianie przez nią wszystkich istotnych informacji umożliwiających użytkownikom informacji pełną ocenę przedsiębiorstwa. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego definiuje przejrzystość (banku) jako „publiczne ujawnianie wiarygodnych i aktualnych informacji, które umożliwiają ich użytkownikom dokonanie właściwej oceny kondycji finansowej banku, jego wyników, prowadzonej działalności, profilu ryzyka i praktyki zarządzania ryzykiem”⁹. Zgodnie z tą definicją, przejrzystość jest osiągana poprzez dostarczanie aktualnych, dokładnych, istotnych i wystarczających ujawnień informacji natury ilościowej i jakościowej, opartych na należyście zastosowanych, właściwych zasadach pomiaru. Parlament Europejski w Dyrektywie 2004/109 (zwanej Dyrektywą *Transparency*) podkreśla, iż „ujawnienie precyzyjnych, wyczerpujących i aktualnych informacji o emitentach papierów wartościowych buduje trwałe zaufanie inwestorów i umożliwia opartą na odpowiednich informacjach

lub statutem, a także czy rzetelnie i jasno przedstawia wszystkie istotne dla oceny jednostki informacje.

9 BCBS, *Enhancing Bank Transparency. Public disclosure and supervisory information that promote safety and soundness in banking systems*, October 1998, <http://www.bis.org/publ/bcbs41.pdf?noframes=1> [dostęp 20.11.2014].

ocenę ich wyników oraz aktywów”¹⁰. W węższym znaczeniu, w literaturze mówi się także o przejrzystości sprawozdawczości finansowej jako o stopniu ukazania podstaw, fundamentów ekonomicznych (sytuacji finansowej, wyników) spółki w sposób zrozumiały dla odbiorców sprawozdania¹¹. Niektórzy autorzy definiują przejrzystość jako dostępność informacji dla zainteresowanych stron odnośnie do wszelkich interesujących ich kwestii¹².

O przejrzystości spółki decyduje dostęp do informacji umożliwiający odbiorcom ocenę jej sytuacji finansowej, rentowności (wyników), ryzyka, zarządzania spółką (oceny działania przede wszystkim w interesie akcjonariuszy, ale także pozostałych interesariuszy), a także szans i potencjału rozwoju w przyszłości¹³. Przejrzystość spółki rozpatrywana jest zatem od strony użytkownika publikowanych przez spółkę informacji i zależy od ich zakresu i jakości¹⁴. Większą przejrzystością będą się charakteryzować te spółki, których publikowane informacje umożliwiają ich użytkownikom lepsze zrozumienie działania spółki, jej ocenę oraz podejmowanie decyzji. Podkreśla się, że w dobie szybkiego przepływu informacji (umożliwionego przez rozwój technologii), brak zainteresowania przedsiębiorstwa przekazywaniem jak największej ilości informacji do otoczenia nie oznacza, iż informacje te nie dotrą do zainteresowanych stron. Jeśli nie dostarczy ich przedsiębiorstwo, może to zrobić inny podmiot (na przykład za pośrednictwem mediów). Z tego powodu uważa się, że konieczna jest prezentacja dodatkowych informacji przez spółkę (niezależnie od wymogów prawnych), gdyż to pozwala na zapewnienie odpowiedniego poziomu jej dokładności oraz przedstawianie jej we właściwym kontekście. Przedsiębiorstwa nie są w stanie obecnie kontrolować przepływu informacji na swój temat (zarówno dobrych, jak i złych), jednak zwiększając swoją przejrzystość, prezentując interesujące otoczenie informacje, mogą zapewnić bardziej zrównoważony dialog z otoczeniem¹⁵.

10 Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L390/38, 31.12.2004.

11 M. E. Barth, K. Schipper, *Financial Reporting Transparency*, “Journal of Accounting, Auditing & Finance”, Spring 2008, Vol. 23, Issue 2, s. 173.

12 D. Tapscott, D. Ticoll, *The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business*, Free Press, New York 2003, s. 22.

13 R. W. Oliver, *What is transparency?*, McGraw-Hill, New York 2004, s. 6; J. Blanchet, *Global Standards offer opportunity*, “Financial Executive”, March/April 2002, Vol. 18, Issue 2, s. 28.

14 R. Prickett, *Sweet clarity*, “Financial Management”, September 2002.

15 R. G. Eccles, R. H. Herz, E. M. Keegan, D. M. H. Phillips, *The Value Reporting Revolution Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons, New York 2001, s. 188.