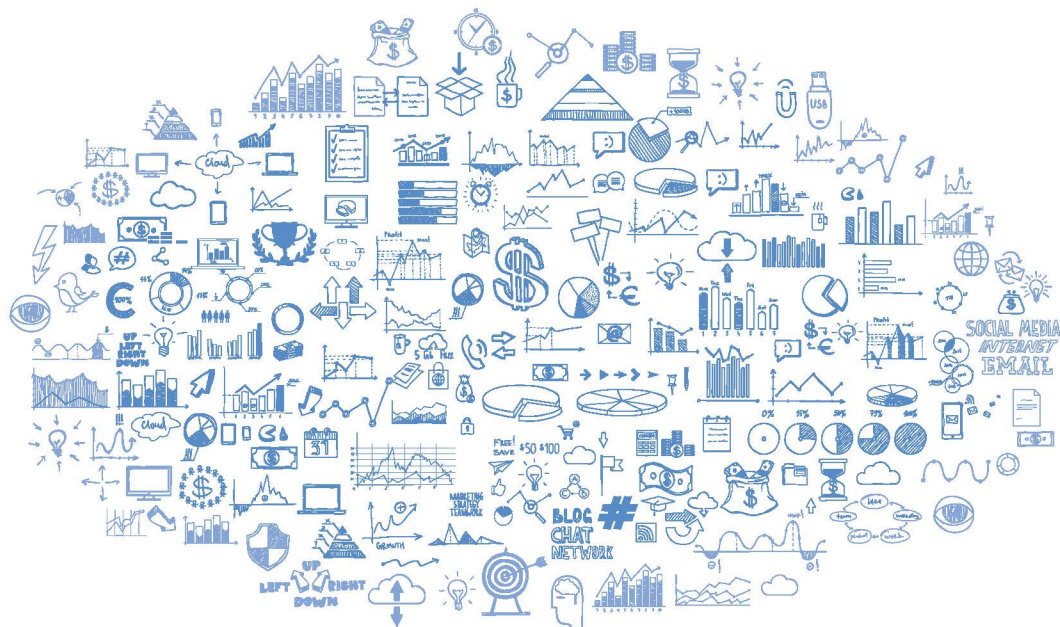


Ekonomia

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

<https://doi.org/10.18778/8088-232-4>

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).

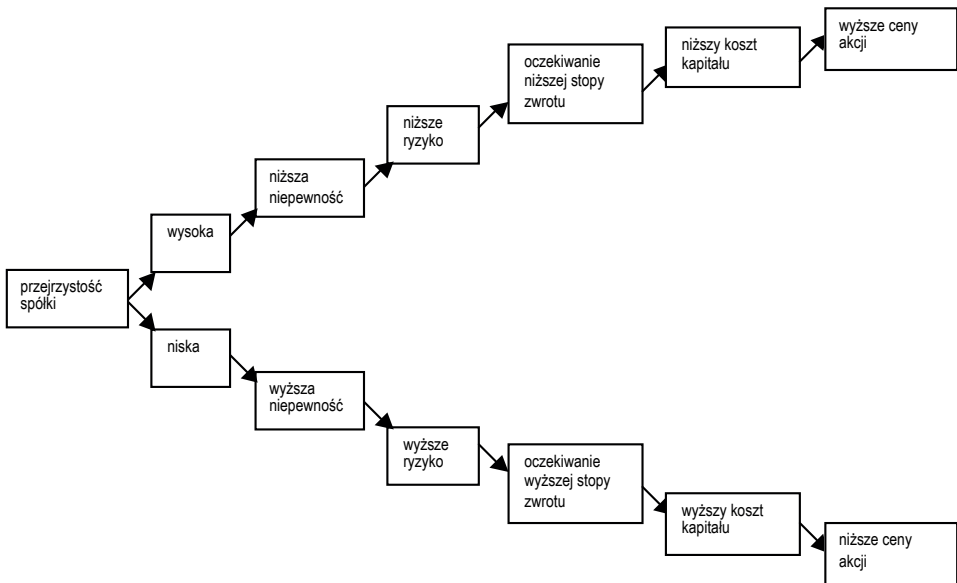
Wskazuje się na liczne konsekwencje zwiększenia poziomu przejrzystości spółek giełdowych. Podstawowym efektem jest zmniejszenie niepewności uczestników rynku. Wyższy poziom przejrzystości spółki podnosi wiarygodność spółki, zmniejsza poziom asymetrii informacji, skutkuje lepszą wyceną akcji, większym 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 Value Reporting 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 przejrzystość 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 osiągnięta 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.

1.2. Powody istotnego znaczenia przejrzystości

1.2.1. Przejrzystość a odbudowa zaufania do rynku

Za koniecznością zapewniania wysokiej jakości informacji przemawiają skandale związane z nadużyciami i oszustwami przy generowaniu, kontroli (audycie) lub prezentowaniu danych finansowych. Pokazują one, jak niedoskonały może być proces przygotowania i publikowania informacji dostarczanych w raportach spółek. Wśród największych skandali można między innymi wymienić te dotyczące spółek w¹⁶:

- Stanach Zjednoczonych: Enron, Adelphia Communications, WorldCom, Global Crossing, Tenet Healthcare, Tyco, HealthSouth,
- Australii: HIH,
- Europie: Parmalat, Royal Ahold, Vivendi.

Wymienione skandale, z których większość miała miejsce w latach 2001–2002, były zróżnicowane pod względem skali i charakteru wykazanych nieprawidłowości. Wszystkie jednak wiązały się z niedoskonałym raportowaniem sytuacji spółki, co uniemożliwiało prawidłową ocenę jej działania przez odbiorców informacji, a w konsekwencji stosowanie bodźców mogących dyscyplinować zarządzających spółką i inicjować działania naprawcze. W przypadku wymienionych spółek szkody poniosło wiele podmiotów. Byli to akcjonariusze, których inwestycje traciły na wartości, ale także pracownicy tracący zatrudnienie oraz wierzyciele mający problemy z odzyskaniem swoich należności. Podważone zostało zaufanie uczestników rynków finansowych do informacji (raportów zawierających sprawozdanie finansowe i dodatkowe objaśnienia), jak i do wszystkich podmiotów, które zaangażowane są w proces jej dostarczania. Podkreśla się bowiem, że przejrzystość i otwartość są podstawą zaufania do wszelkich instytucji (w tym przedsiębiorstw)¹⁷.

Uczestnicy rynku, odbiorcy informacji, w tym głównie inwestorzy, stali się szczególnie wrażliwi na jakiegokolwiek wątpliwości związane z prezentowanymi przez spółki giełdowe danymi. Nieprawidłowości w przekazywaniu informacji wykazane w jednej spółce rodzą bowiem zastrzeżenia co do skuteczności stosowanych regulacji i praktyk raportowania w ogóle. Negatywną konsekwencją skandali w spółkach kapitałowych

16 Więcej o skandalach w spółkach kapitałowych w: S. Gornik-Tomaszewski, I. N. McCarthy, *Response to corporate fraud in the United States and Europe*, "Review of Business", Spring 2005, Vol. 26 (2).

17 A. Davies, *A Strategic Approach to Corporate Governance*, Gower Publishing Company, Aldershot 1999, s. VII.

może być ponadto zjawisko przenoszenia nastrojów i zachowań uczestników danego rynku na rynki w innych krajach¹⁸. Zaufanie do publikowanych informacji warunkuje zatem funkcjonowanie i rozwój rynku kapitałowego. Brak wiarygodnych informacji o przedmiocie obrotu (na przykład o emitencie akcji, obligacji) utrudnia bądź uniemożliwia podjęcie decyzji, co w konsekwencji może prowadzić do wycofywania się uczestników z rynku¹⁹ lub zmniejszenia liczby transakcji²⁰, a także do zawierania transakcji przy zniekształconych cenach (wynikających z nieprawidłowej wyceny spółki)²¹.

Brak, niepełna bądź błędna informacja na temat działalności spółki powodują, iż potencjalnie nieprawidłowe działania w spółce są kontynuowane, tym samym opóźniając lub uniemożliwiając wykrycie i naprawę problemów podmiotu²². Mogą również wpływać pośrednio na skuteczność wewnętrznych mechanizmów kontrolnych. Poczucie odpowiedzialności za popełniane przez zarządzających spółką błędy jest wtedy ograniczone, co w konsekwencji może prowadzić do nieostrożnego czy nieodpowiedzialnego zarządzania ryzykiem w spółce²³. Jednocześnie należy zaakcentować, że w gospodarce rynkowej straty oraz bankructwa spółek (będące przykładowo rezultatem niewłaściwego zarządzania, nadzoru, przyjęcia złego modelu biznesowego) zdarzają się, ale są traktowane jako nieodłączny element działalności gospodarczej. Doskonalenie procesu dostarczania informacji przez spółki nie wyeliminuje więc takich sytuacji. Może jedynie ograniczyć liczbę przypadków, w których bankructwo czy straty spółki będą konsekwencją raportowania nieprawdziwych informacji, braku przejrzystości (brak możliwości wykrycia nieprawidłowości), podważających zaufanie uczestników rynku²⁴.

18 *Ibidem*.

19 SEC, *Speech by SEC Chairman: Remarks at IOSCO Technical Committee Conference*, October 8, 2009, <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch100809mls.htm> [dostęp 29.01.2015].

20 IFAC, *Rebuilding Public Confidence in Financial Reporting: An International Perspective*, 2003, s. 5, <http://www2.ifac.org/system/files/publications/files/rebuilding-public-confidenc.pdf> [dostęp 29.01.2015].

21 Przykładem takiej sytuacji może być kryzys gospodarczy wywołany załamaniem się rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych w 2007 roku. Emitowane na podstawie zobowiązań hipotecznych papiery wartościowe nie były właściwie wyceniane ze względu na trudności bądź błędy w szacowaniu ryzyka, wynikające z ograniczonej przejrzystości instrumentów finansowych (skomplikowanych instrumentów pochodnych), których wartość zależała od wartości różnych aktywów bazowych jednocześnie.

22 IFAC, *Rebuilding Public Confidence...*, s. 5.

23 *Ibidem*, s. 6.

24 *Ibidem*.

Opisane wyżej negatywne konsekwencje braku przejrzystości spółek dla rynku kapitałowego pokazują, iż wiarygodnym przedstawianiem sytuacji spółki jest zainteresowana szeroka grupa odbiorców (interesariuszy), ponieważ prezentowane wyniki spółek oraz ich sytuacja finansowa wpływają na sytuację wielu podmiotów. Przede wszystkim będą to obecni oraz potencjalni inwestorzy (akcjonariusze, udziałowcy), w tym inwestorzy indywidualni (inwestujący samodzielnie, ale także poprzez fundusze inwestycyjne). Wierzyciele (kredytodawcy, dostawcy) będą zainteresowani wypłacalnością i płynnością spółki. Będą to także pracownicy, których zatrudnienie oraz wynagrodzenie zależą od rentowności czy wypłacalności przedsiębiorstwa. Ich dochody po przejściu na emeryturę mogą być warunkowane wynikami spółek, w które inwestują fundusze emerytalne, co wynika bezpośrednio z konstrukcji systemów emerytalnych w Stanach Zjednoczonych i Europie. Ponadto działalność spółki może mieć także wpływ na sytuację (nie tylko ekonomiczną) klientów, społeczności lokalnej oraz środowiska naturalnego²⁵.

Wspomniane wyżej skandale, ukazujące niedoskonałości funkcjonujących regulacji, podważające zaufanie do rynków kapitałowych, spowodowały, że na całym świecie zaczęto intensyfikować prace nad tworzeniem nowych i udoskonalaniem istniejących regulacji i praktyk. Swoistym punktem zwrotnym w debacie nad wiarygodnością przekazywanych przez spółki informacji był skandal Enronu (oraz jego audytora – spółki Arthur Andersen), który ogłosił bankructwo w 2001 roku. Bezpośrednią konsekwencją tego wydarzenia była między innymi ustawa Sarbanes-Oxley²⁶. Ten oraz inne wspomniane przypadki nieprawidłowości wymusiły wprowadzanie nowych regulacji i zaleceń, aby zwiększać kontrolę oraz przejrzystość spółek, umożliwić uczestnikom rynku podejmowanie decyzji i przywrócić w ten sposób zaufanie do rynku kapitałowego. W prace zaangażowani są ustawodawcy, twórcy standardów (na przykład rachunkowości), nadzorcy i regulatorzy rynków kapitałowych, a także inne organizacje (na przykład środowiskowe księgowych, inwestorów, audytorów).

Priorytet odbudowy zaufania uczestników rynku kapitałowego wynikał bezpośrednio z ogromnej skali oszustw i skandali finansowych.

25 D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*. T. 2: *Wskaźniki finansowe*, Oficyna Wolters Kluwer business, Kraków 2009, s. 18–21.

26 *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Public Law. 107–204. 116 Stat. 745–810 – ustawa uchwalona przez Kongres Stanów Zjednoczonych w 2002 r. miała na celu poprawę jakości i wiarygodności sprawozdawczości finansowej, zwiększenie odpowiedzialności zarządu oraz audytora, a także zwiększenie skuteczności kontroli wewnętrznej. Więcej o ustawie w rozdziale drugim.

Przejrzystość, warunkująca zaufanie do rynku kapitałowego oraz jego efektywne funkcjonowanie i rozwój, nie jest zatem kwestią wyboru, lecz koniecznością²⁷. Obszarów, które mają związek z przejrzystością spółki, jest wiele. Przede wszystkim wraz z rozwojem rynków kapitałowych (wskutek procesów globalizacji, deregulacji, integracji) rośnie znaczenie sprawowania skutecznego nadzoru korporacyjnego, którego fundamentem jest przejrzystość. Na przejrzystość spółki mają wpływ uregulowania rachunkowości, w obszarze których pracuje się nad wiarygodnym przedstawieniem sytuacji finansowej i wyników spółki. Tutaj głównymi problemami są ograniczona porównywalność sprawozdań finansowych oraz skomplikowanie przepisów, utrudniające analizę sprawozdań. Coraz większe znaczenie kapitału ludzkiego i aktywów niematerialnych w tworzeniu wartości przedsiębiorstw, których rachunkowość nie jest w stanie w pełni odzwierciedlić, stanowi kolejne wyzwanie na drodze ku zwiększaniu przejrzystości spółki. Ponadto z uwagi na rolę rynku kapitałowego oraz spółek kapitałowych, ich działanie ma wpływ na szeroką grupę interesariuszy, którzy w związku z tym zgłaszają zapotrzebowanie na przekazywanie dodatkowych informacji, wykraczających poza ekonomiczną charakterystykę spółki.

W celu zwiększania przejrzystości spółki rekomenduje się rozszerzenie zakresu i jakości informacji generowanych przez spółki, które określić można mianem rozszerzonej sprawozdawczości biznesowej (*enhanced business reporting*²⁸) lub rozszerzonych ujawnień (*enhanced disclosure*)²⁹. Istotą rozszerzonej sprawozdawczości jest dostarczenie zarówno informacji finansowych, jak i niefinansowych oraz uwzględnianie potrzeb w zakresie informacji szerokiego kręgu interesariuszy. Proponuje się publikowanie wszystkich informacji, które odbiorcy mogą uznać za istotne (przydatne w ocenie przedsiębiorstwa i podjęciu decyzji), nieograniczanie się tylko do tych, które wymagane są obowiązującymi przepisami³⁰. Sugeruje się nawet, by publikowane informacje nie odbiegały znacząco od tych, którymi wewnętrznie posługuje się spółka³¹. Oznacza to, że ra-

27 C. Tilley, *Capitalism in a Post Enron World*, July 2002, http://www.mi2g.com/cgi/mi2g/reports/speeches/capitalism_in_a_post_enron_world.pdf [dostęp 30.11.2014].

28 A. Anderson, P. Herring, A. Pawlicki, *EBR: the next step: enhanced business reporting will improve information quality, integrity and transparency*, John Wiley & Sons, New York 2001.

29 D. Jędrzejka, *Rozszerzona sprawozdawczość biznesowa jako czynnik zwiększający przejrzystość spółki*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania i Finansów we Wrocławiu” 2009, nr 29.

30 CIMA, *Business Transparency...*

31 *Ibidem*.

porty publikowane przez spółki powinny wykraczać poza sprawozdanie finansowe, którego zawartość opiera się głównie na informacjach historycznych. Oczekuje się informacji na temat procesu tworzenia wartości, których sprawozdanie finansowe w pełni nie odzwierciedla³². Przydatne są również ujawnienia pozafinansowe natury ilościowej i jakościowej. Spółka powinna jednocześnie uwzględniać potrzeby informacyjne pozostałych interesariuszy spółki (zainteresowanych także pozaekonomicznym aspektem działalności podmiotu). Należy tu zwrócić uwagę, iż przynajmniej część powyższych ujawnień może mieć charakter fakultatywny. Opracowywane są bowiem, oprócz przepisów prawa, także dobrowolnie stosowane rekomendacje i dobre praktyki w zakresie przekazywania omawianych informacji.

W ramach prowadzonych prac dyskutuje się także o wykorzystywaniu różnych mediów, których właściwe zastosowanie może sprzyjać zwiększaniu poziomu przejrzystości. Mowa tu między innymi o stronach internetowych (na których są także zamieszczane raporty bieżące i okresowe) czy spotkaniach z zarządem, konferencjach prasowych.

1.2.2. Przejrzystość jako fundament nadzoru korporacyjnego

Nadzór korporacyjny, jako mechanizm, jest wynikiem rozdzielenia funkcji zarządzania (kontroli) od własności. Akcjonariusze są tymi, którzy ponoszą ryzyko z tytułu zaangażowania swoich środków w akcje, ale bezpośredni wpływ na działanie spółki mają menedżerowie. Rozwój rynku kapitałowego spowodował, że spółki poszukujące nowego źródła finansowania mogą mieć tysiące akcjonariuszy. Znacznie utrudnia to komunikację między nimi oraz powoduje utratę indywidualnego wpływu na spółkę³³. Akcjonariusze są odsuwani od podejmowania decyzji, wznosi władza menedżerów. Niewielki wpływ na działanie spółki ma niwelować reprezentacja akcjonariuszy w postaci rady³⁴, która ma nadzorować zarząd, tak aby działał w imieniu akcjonariuszy. Duże rozproszenie akcjonariuszy oraz ich liczność powodują, że skuteczność oddziaływania reprezentacji akcjonariuszy poprzez radę może być ograniczona, ponieważ (przykładowo) menedżerowie mogą mieć wpływ na przedstawianie radzie kandydatów na nowych członków zarządu. Skutkuje to oddzieleniem własności od kontroli w spółce. Zjawisko to stało się powszechne

32 A. Anderson, P. Herring, A. Pawlicki, *EBR: the next step ...*

33 J. Działo, *Nadzór właścicielski a efektywność działania spółek*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001, s. 12.

34 Rada dyrektorów lub rada nadzorcza.

już na początku XX wieku. Ułatwia ono odejście menedżerów od dążenia do maksymalizacji wartości spółki i koncentrację na maksymalizacji własnych korzyści³⁵. Jest to źródłem konfliktu między właścicielami przedsiębiorstwa a osobami nim kierującymi³⁶. Akcjonariusze oczekują osiągnięcia zysku odpowiedniego do ponoszonego ryzyka oraz jego sprawiedliwego podziału. Menedżerowie natomiast mogą działać w kierunku utrzymania swojego stanowiska, dochodów oraz prestiżu. Decyzje podejmowane przez zarząd mogą być zatem wynikiem innych preferencji niż te, które przypisuje się akcjonariuszom. Zarządzający będą koncentrowali się na rentowności spółki oraz minimalizacji ryzyka bankructwa w okresie ich zatrudnienia, podczas gdy akcjonariusze oczekują przede wszystkim wzrostu wartości spółki w okresie długim poprzez realizowanie zyskownych przedsięwzięć. Zarząd musi wprawdzie tak kierować spółką, aby przynosiła zyski, ale jego celem nie zawsze jest ich maksymalizacja³⁷.

W celu zwiększenia wpływu akcjonariuszy na działanie spółki oraz stworzenia możliwości dyscyplinowania i rozliczania menedżerów z podejmowanych decyzji oraz osiągniętych wyników, funkcjonuje w gospodarce rynkowej kilka mechanizmów. Są to między innymi regulacje prawne określające odpowiedzialność zarządu oraz sposoby komunikacji i raportowania sytuacji spółki oraz mechanizmy rynkowe (konkurencja, dyscyplina rynkowa). Ogół mechanizmów nadzoru nad działalnością organizacji (w szczególności spółek publicznych) można określić jako nadzór korporacyjny (*corporate governance*)³⁸.

Nadzór korporacyjny to zintegrowany zbiór wewnętrznych i zewnętrznych mechanizmów kontroli, które służą łagodzeniu konfliktu interesu między właścicielem a zarządzającym, wynikającego z rozdzielania tych dwu funkcji³⁹. W węższym znaczeniu można mówić o nadzorze właścicielskim, który odnosi się do wewnętrznego mechanizmu sprawowania kontroli nad zarządem przez reprezentację akcjonariuszy⁴⁰

35 J. Sloman, *Economics*, Financial Times, Prentice Hall 2006, s. 206.

36 Konflikt określany w ekonomii jako problem pryncypała i agenta.

37 J. Dziato, *Nadzór właścicielski a efektywność...*, s. 15.

38 W literaturze stosuje się wiele określeń zamiennie (nadzór korporacyjny, władztwo korporacyjne, władanie korporacyjne, ład korporacyjny). Precyzyjne przetłumaczenie i zdefiniowanie terminu *corporate governance* jest w związku z tym utrudnione.

39 B. Baysinger, R. E. Hoskisson, *The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy*, "Academy of Management Review", January 1990, Vol. 15, Issue 1, s. 72.

40 J. Dziato, *Nadzór właścicielski a efektywność...*, s. 5.

(czyli radę⁴¹). Nadzór korporacyjny ma zapewnić, by zarząd spółki działał w interesie akcjonariuszy, ograniczając jego możliwość działania w interesie własnym czy niezwiązanym z maksymalizacją wartości spółki. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego mają zapewnić, by akcjonariusze mieli dostęp do wiarygodnej informacji o działaniu zarządu, osiągniętych wynikach i sytuacji spółki, szczególnie wtedy, gdy efekty decyzji zarządu są negatywne. Umożliwiają one akcjonariuszom spółki oraz innym podmiotom zaangażowanym w jej funkcjonowanie nadzór nad wykorzystaniem kapitału wniesionego do korporacji. Kapitał ten jest rozumiany bardzo szeroko – są nim nie tylko środki finansowe i środki produkcji, ale także umiejętności, wiedza i doświadczenie⁴². Takie rozumienie nadzoru wynika bezpośrednio z teorii agencji⁴³. Pojęcie *corporate governance* może być również rozumiane znacznie szerzej i uwzględniać także wpływ (kontrolę, dyscyplinowanie) czy relacje ze spółką pozostałych podmiotów (na przykład banków, pracowników, klientów, dostawców, społeczności lokalnych, samorządów lokalnych), a także zewnętrzne mechanizmy: rynek kapitałowy czy rynek pracy⁴⁴. Podejście takie związane jest z teorią interesariuszy.

Jak podkreśla OECD, nadzór korporacyjny wiąże się z siecią relacji między kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, akcjonariuszami i innymi interesariuszami. Nadzór korporacyjny to także struktura, za pośrednictwem której ustalane są cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki⁴⁵. Akcentuje się, iż „nadzór korporacyjny powinien w sposób właściwy stymulować organ spółki i kadrę zarządzającą do osiągnięcia celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej wspólników/akcjonariuszy, a także powinien ułatwiać skuteczne śledzenie wyników, sprzyjając tym samym bardziej efektywnemu wykorzystaniu zasobów przez firmy”⁴⁶. Nadzór korporacyjny jest uważany za jeden z kluczowych elementów poprawy efektywności gospodarowania. Funkcjonowanie skutecznego systemu nadzoru korporacyjnego w poszczególnych

41 Mowa tu o radzie dyrektorów lub radzie nadzorczej, w zależności od modelu przyjętego w danym kraju. Podstawowe funkcje obu organów są zbliżone, różnią się jednak składem osobowym. W skład rady dyrektorów – w przeciwieństwie do rady nadzorczej – wchodzi także osoby z wewnątrz spółki.

42 K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Sposoby definiowania corporate governance w polskiej i zachodniej literaturze przedmiotu*, „Przegląd Corporate Governance” 2006, No. 1(5).

43 J. Solomon, *Corporate Governance...*, s. 12.

44 J. Działo, *Nadzór właścicielski a efektywność...* s. 5.

45 OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, 2004, www.oecd.org/data-oecd/16/32/34656740.pdf [dostęp 20.11.2014].

46 *Ibidem*.

spółkach oraz w całej gospodarce wzmacnia zaufanie (głównie inwestorów), które jest istotnym czynnikiem zapewniającym sprawne działanie gospodarki rynkowej. W rezultacie, koszt pozyskiwania kapitału jest mniejszy, a firmy są zachęcane do bardziej efektywnego wykorzystywania zasobów, co jest podstawą wzrostu gospodarczego⁴⁷. Skuteczność nadzoru korporacyjnego może mieć zatem pozytywny wpływ na rentowność, wartość spółki oraz dywidendę wypłacaną przez spółkę swoim akcjonariuszom⁴⁸.

Nadzór korporacyjny nazywany jest również „społeczną organizacją firm”, która warunkuje powstanie, rozwój i przetrwanie danej organizacji w określonym układzie strukturalnym⁴⁹. Układ taki wyznaczany jest przez ramy prawne oraz otoczenie (dostawcy, odbiorcy), państwo (agendy rządowe i samorząd), rynki (na przykład finansowy), systemy (na przykład bankowy) i inne elementy otoczenia spółki. Działania właścicieli i menedżerów zmierzające do zapewnienia przetrwania, rozwoju i zyskowności firmy, wymagają wzajemnych powiązań zarówno między pracownikami i spółką, jak i z otoczeniem⁵⁰. Istnienie takich wzajemnych relacji rodzi z kolei konieczność zapewnienia skutecznych mechanizmów, które pozwalają sprawować kontrolę nad wewnętrznym i zewnętrznym otoczeniem w celu efektywnego zarządzania wszystkimi współzależnościami⁵¹.

Nadzór korporacyjny rozpatrywany także bywa w szerszym kontekście – jako mechanizm, który ma zapewnić, by zarządzający spółką tworzyli w imieniu akcjonariuszy wartość przedsiębiorstwa w długim okresie, minimalizując jednocześnie przenoszenie kosztów tworzenia wartości na społeczeństwo⁵². Ma on służyć godzeniu ambicji indywidualnych

47 *Ibidem*.

48 D. L. Brown, M. L. Caylor, *Corporate governance and firm operating performance*, “*Review of Quantitative Finance & Accounting*”, February 2009, Vol. 32, Issue 2, s. 129–144; D. L. Brown, M. L. Caylor, *Corporate Governance and Firm Performance*, 2004, <http://ssrn.com/abstract=586423> [dostęp 20.11.2014].

49 Więcej na temat relacji różnych podmiotów z przedsiębiorstwem i ich wpływu na działanie przedsiębiorstwa w: E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, “*Journal of Law and Economics*”, June 1983, Vol. 26; N. Fligsten, *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press 1993; J. Pfeffer, G. R. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Stanford University Press, 2003.

50 K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Sposoby definiowania corporate governance ...*

51 *Ibidem*.

52 R. A. G. Monks, N. Minow, *Corporate governance*, John Wiley & Sons, Chichester 2008, s. 4.

z potrzebą utrzymania i rozwoju wspólnego dobra, które wiąże jednostki przez wspólne interesy⁵³.

Wielość sposobów postrzegania nadzoru korporacyjnego wynika z różnych perspektyw przyjmowanych przez badaczy tej problematyki. Dla specjalistów od organizacji i zarządzania przedsiębiorstwo jest organizacją, która otrzymuje zasoby od inwestorów, pracowników i dostawców, aby wytwarzać dobra i usługi dla klientów. Nadzór ma być mechanizmem, który zapewni sprawność tego procesu, jego wyniki, rozwój przedsiębiorstwa oraz maksymalne zyski w długim okresie. Badający dyscyplinę finansów postrzegają przedsiębiorstwo jako podmiot, który otrzymuje zasoby od pracowników i dostawców i łączy je z pieniędzmi otrzymanymi od klientów, aby służyć właścicielom. Trzecim podejściem jest perspektywa interesariuszy, według której inwestorzy, dostawcy, klienci, związki zawodowe, rząd i inne strony umożliwiają funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstwa, ale jednocześnie sami też osiągają dzięki niemu korzyści⁵⁴.

Nadzór korporacyjny jest nierozzerwalnie związany z generowaniem informacji oraz ich przekazywaniem inwestorom i pozostałym interesariuszom. Badania dowodzą istnienia zależności między efektywnością nadzoru a poziomem asymetrii informacji między właścicielem a zarządem⁵⁵. Im efektywniej swą rolę wypełnia rada, tym wyższa jest jakość i częstotliwość informacji przekazywanych przez zarząd⁵⁶. Efektywność rady może mieć także wpływ na jakość dobrowolnie przekazywanych przez zarząd informacji. Przykładowo: dowiedziono, że prezentowane przez zarząd prognozy przyszłych wyników są dokładniejsze w spółkach o skuteczniejszej pracy rady⁵⁷. Jakość prognoz wyników zmniejsza asymetrię informacji⁵⁸, co następnie prowadzi do zwiększenia płynności

53 A. Davies, *A Strategic Approach to Corporate Governance...*, s. 4.

54 K. A. Lis, H. Sterniczuk, *Sposoby definiowania corporate governance...*

55 D. W. Diamond, *Optimal Release of Information By Firms*, "Journal of Finance", September 1985, Vol. 40, Issue 4; R. Verrecchia, *Essays on disclosure*, "Journal of Accounting and Economics" 2001, 32 (1-3).

56 B. Ajinkya, S. Bhojraj, P. Sengupta, *The governance role of institutional investors and outside directors on the properties of management earnings forecasts*, "Journal of Accounting Research" 2005, Vol. 43 (3); I. Karamanou, N. Vafeas, *The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis*, "Journal of Accounting Research" 2005, Vol. 43 (2); A. Klein, *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management*, "Journal of Accounting and Economics" 2002, Vol. 33 (3).

57 I. Karamanou, N. Vafeas, *The association between corporate boards...*

58 M. Collier, T. Yohn, *Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads*, "Journal of Accounting Research" 1997, Vol. 35 (2).

rynku, zwłaszcza w okresach publikacji wyników⁵⁹. Skuteczniejsza rada wpływa także na prawdopodobieństwo dobrowolnego przekazania przez zarząd informacji negatywnych⁶⁰. Jakość nadzoru korporacyjnego ma więc wpływ na wyrównanie dostępu do informacji uczestników rynku (inwestorów), co ma szczególne znaczenie dla wzrostu i utrzymania zaufania do rynków kapitałowych. Nadzór korporacyjny jest nierozzerwalnie związany z przejrzystością spółki, a tym samym z przejrzystością rynku⁶¹. Ponadto badania pokazują, że spółki o lepszych ocenach systemów nadzoru korporacyjnego charakteryzują się niższym kosztem kapitału oraz niższym ryzykiem systematycznym⁶².

System nadzoru korporacyjnego powinien gwarantować terminowe publikowanie przez spółki istotnych informacji na temat ich funkcjonowania. W szczególności będą to informacje dotyczące wyników, sytuacji finansowej, struktury właścicielskiej, nadzoru sprawowanego nad spółką, czynników ryzyka, zagadnień związanych z pracownikami i pozostałymi interesariuszami⁶³. Informacje te powinny być przygotowywane i publikowane zgodnie z rygorystycznymi standardami rachunkowości, publikacji danych finansowych i niefinansowych oraz audytu.

Intensyfikacja i zainteresowanie problemem skutecznego nadzoru korporacyjnego i właściwego prezentowania wyników i sytuacji finansowej spółek nastąpiło wraz z wystąpieniem dużej liczby wykrytych nieprawidłowości w takich spółkach jak Enron, WorldCom, Adelphia Communications, Parmalat, dużą liczbą korekt już raz publikowanych wyników (*earnings restatements*)⁶⁴ oraz sterowaniem, manipulowaniem wynikami

59 K. Kanagaretnam, G. J. Lobo, D. J. Whalen, *Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?*, "Journal of Accounting and Public Policy" 2007, 26.

60 I. Karamanou, N. Vafeas, *The association between corporate boards...*

61 K. Kanagaretnam, G. J. Lobo, D. J. Whalen, *Does good corporate governance reduce information asymmetry...*

62 J. Derwall, P. Verwijmeren, *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating*, ECCE Research Note 06-01, Version 2.0, January 2007, <http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=16114> [dostęp 15.11.2014].

63 OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego...*

64 Z. Palmrose, S. Scholz, *The Circumstances and Legal Consequences of Non-GAAP Reporting: Evidence from Restatements*, "Contemporary Accounting Research", Spring 2004, Vol. 21, Issue 1, s. 139-180; C. J. Loomis, *Lies, Damned Lies, and Managed Earnings*, "FORTUNE" 1999, Monday, 2 August; United States General Accounting Office, *Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges*, October 2002, <http://www.gao.gov/new.items/d03138.pdf> [dostęp 15.11.2014].

zgodnie z oczekiwaniami czy prognozami (*earnings management*)⁶⁵. Nieprawidłowości te były skutkiem niedoskonałości mechanizmów kontrolnych oraz przepisów dotyczących generowania i publikacji informacji dla inwestorów, którzy na ich podstawie podejmowali decyzje. Istotnym problemem była kwestia stopnia niezależności audytorów (wewnętrznych⁶⁶, jak i zewnętrznych⁶⁷) od zarządu. Związek między sprawozdawczością oraz szerzej – przejrzystością spółki a mechanizmami nadzoru korporacyjnego potwierdzają wyniki badań dotyczące manipulowania wynikami⁶⁸, fałszowania⁶⁹ i wiarygodności⁷⁰ sprawozdań. Wskazywano na niedoskonałości wewnętrznych mechanizmów zapobiegających generowaniu mylących inwestorów informacji.

Mając na uwadze przedstawioną wyżej istotę funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, można dowieść, że przejrzystość jest fundamentem i warunkiem koniecznym funkcjonowania nadzoru korporacyjnego⁷¹. Z jednej strony wewnętrzne mechanizmy nadzoru (sprawowanego przez radę) mają wpływ na jakość i ilość publikowanych przez zarząd informacji, czyli politykę ujawnień prowadzoną przez zarząd⁷². Z drugiej strony, od jakości i ilości informacji zależy skuteczność zewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Zarządzający spółką są od-

65 A. Levitt, *The "Numbers Game"*, SEC 1998, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt> [dostęp 15.11.2014]; A. Levitt, *Renewing the Covenant with Investors*, SEC 2000, <http://www.sec.gov/news/speech/spch370.htm> [dostęp 15.11.2014].

66 A. Klein, *Audit committee* ...

67 A. Levitt, *Renewing the Covenant with Investors*...

68 P. M. Dechow, R. G. Sloan, A. P. Sweeney, *Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC*, "Contemporary Accounting Research", Spring 1996, Vol. 13, Issue 1, s. 1–36.

69 M. S. Beasley, *An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*, "Accounting Review", October 1996, Vol. 71, Issue 4, s. 443–465.

70 M. S. Beasley, J. V. Carcello, D. R. Hermanson, *Fraudulent financial reporting 1987–1997: Trends in US public companies*, "Directorship", May 1999, Vol. 25, Issue 5; M. S. Beasley, J. V. Carcello, D. R. Hermanson, P. L. Lapidés, *Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms*, "Accounting Horizons", December 2000, Vol. 14, Issue 4, s. 441–454; D. A. McMullen, *Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committees*, "Auditing: A Journal of Practice and Theory", Spring 1996, Vol. 15, Issue 1, s. 87–103.

71 C. Turner, *Corporate governance. A practical guide for accountants*, CIMA, Amsterdam 2009, s. 10.

72 J. Cohen, G. Krishnamoorthy, A. Wright, *The corporate governance mosaic and financial reporting quality*, "Journal of Accounting Literature" 2004, Vol. 23, s. 87–152.

powiedzialni przed inwestorami (w szerszym ujęciu: interesariuszami) za działanie spółki. Brak przejrzystości (brak lub niedoskonała informacja) pozbawia inwestorów (właścicieli) i pozostałych interesariuszy możliwości oceny i rozliczania zarządu z podejmowanych decyzji, a tym samym ogranicza ich wpływ na działanie danego podmiotu, co w naturalny sposób ogranicza odpowiedzialność zarządzających. Zmniejsza to tym samym poziom zaufania oraz przekonania o skuteczności mechanizmów rynku kapitałowego.

1.2.3. Asymetria informacji a efektywność rynku kapitałowego

O doskonale przejrzystym rynku świadczy równy dostęp wszystkich uczestników rynku do informacji. W praktyce wydaje się być to warunkiem nie do spełnienia. Niedoskonała informacja jest nieodłącznym atrybutem rynku, na którym panuje konkurencja⁷³. Generuje ona ryzyko (niepewność), a tym samym wpływa na oczekiwania uczestników rynku. Konsekwencją niedoskonałej informacji jest asymetria informacji. Polega ona na zróżnicowanym dostępie stron transakcji do informacji⁷⁴. Asymetria informacji na rynku kapitałowym wynika ze specyfiki przedmiotu obrotu⁷⁵, jakim jest niematerialny instrument finansowy, który jest umową między stronami transakcji⁷⁶. Na rynku funkcjonują podmioty o uprzywilejowanym dostępie do informacji. Najwyższe szczeble władzy, osoby kierujące polityką i gospodarką państwa, są przykładowo pierwszymi posiadaczami informacji o polityce fiskalnej czy monetarnej państwa i kierunkach jej zmian, które to informacje mogą zostać wykorzystane w celu zawarcia korzystnych transakcji na rynku kapitałowym⁷⁷. Zarządy spółek oraz inne osoby wewnątrz spółki dysponują znacznie większą wiedzą o działaniu i sytuacji spółki w porównaniu z wiedzą obecnych i potencjalnych inwestorów, a w szerszym ujęciu także w porównaniu z wiedzą pozostałych interesariuszy. Większy dostęp do informacji mają też pośrednicy, jak banki inwestycyjne czy biura maklerskie, które przygotowują operacje emisji akcji oraz znają najbardziej aktualny

73 B. Klimczak, *Mikroekonomia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2006, s. 375.

74 B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, t. I, PWN, Warszawa 2008, s. 25.

75 *Ibidem*, s. 26.

76 Na rynku towarowym przedmiot obrotu jest materialny, łatwiej jest ocenić jego jakość, asymetria informacji jest mniejsza.

77 M. Dusza, *Rynek kapitałowy w Polsce: narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999, s. 109.

stan popytu i podaży na rynku⁷⁸. Należy podkreślić, że z uwagi na specyfikę działalności wymienionych podmiotów całkowita eliminacja asymetrii informacji wydaje się niemożliwa. Ponadto, problem asymetrii informacji nie wynika tylko i wyłącznie z faktu posiadania większej ilości informacji przez jedną ze stron. Może ona być również warunkowana brakiem zasobów (wiedzy, kwalifikacji, czasu) części uczestników rynku potrzebnych do jej interpretacji i analizy. Mimo dostępu do informacji (czasem bardzo obszernej) nie są oni w stanie jej analizować i w pełni wykorzystać. Asymetria może być zatem wynikiem różnic w zakresie dostępnej informacji, czasie jej otrzymania oraz możliwości jej interpretacji i oceny.

Asymetria informacji skutkuje określonymi negatywnymi efektami wpływającymi na funkcjonowanie rynku. Nierówny dostęp do informacji świadczy o zawodności mechanizmu rynkowego⁷⁹. Uczestnicy rynku nie są bowiem w stanie odpowiednio przewidywać skutków swoich transakcji. Niepełna wiedza uczestników po stronie popytu o przedmiocie obrotu powoduje zjawisko negatywnej selekcji (*adverse selection*)⁸⁰. Skutkuje wypieraniem towarów o wyższej jakości przez towary o niższej jakości⁸¹ i prowadzi tym samym do psucia rynku⁸². W przypadku rynku kapitałowego może to powodować sytuację, w której papiery wartościowe o różnej „jakości” będą sprzedawane po tej samej cenie⁸³. Wykorzystywane są wtedy niedostateczna wiedza lub zasoby (na przykład czas) części uczestników rynku (głównie niedoświadczonych inwestorów indywidualnych) potrzebne do przeprowadzenia właściwej wyceny papieru wartościowego, gdzie istotne jest ciągłe monitorowanie wydarzeń na rynku i ocena pojawiających się informacji. Niedoskonała wiedza uczestników rynku zwiększa ich niepewność, a tym samym może wpłynąć na ograniczanie obrotów na rynku⁸⁴.

Asymetria informacji, w postaci niemożności obserwowania działań jednej strony przez drugą, stwarza problem pokusy nadużycia (*moral*

78 *Ibidem*, s. 110.

79 M. Nasiłowski, *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Key Text, Warszawa 2006, s. 278.

80 Zjawisko to opisał G. A. Akerlof w: *The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, “Quarterly Journal of Economics”, August 1970, Vol. 84, Issue 3, s. 488–500.

81 B. Klimczak, *Mikroekonomia...*, s. 376.

82 H. R. Varian, *Mikroekonomia: kurs średni – ujęcie nowoczesne*, PWN, Warszawa 2005, s. 671.

83 J. Solomon, *Corporate Governance...* s. 121.

84 S. Forlicz, *Informacja w biznesie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 25.

hazard)⁸⁵. W przypadku rynku giełdowego objawiać się ona może wykorzystaniem posiadanej większej wiedzy przez osoby wewnątrz spółki w celu zawierania korzystnych transakcji na giełdzie⁸⁶. To jedno z głównych przestępstw popełnianych na rynku kapitałowym, określane jako wykorzystanie informacji wewnętrznej, poufnej (*insider trading*). Przystępstwem jest również manipulowanie rynkiem, które polega na tworzeniu u innych uczestników rynku błędnego przekonania o dalszym kształtowaniu się notowań⁸⁷. Przystępstwami, które mogą zniekształcać kurs papierów wartościowych, są też popełniane przez pośredników (maklerów) przystępstwa w postaci uprzedzania operacji (*front running*) i przelewania⁸⁸.

Zagrożenia płynące z asymetrii informacji powodują wadliwe działanie mechanizmu rynkowego i zmniejszają jego efektywność. Wymusza to interwencję ze strony państwa, tworzenie przepisów prawa określających dozwolone i niedozwolone zachowania uczestników rynku. W szczególności regulują one obowiązki informacyjne uczestników rynku. Ponadto nadzór nad rynkiem sprawuje powołana w tym celu instytucja nadzorcza. Instytucje określające kształt i funkcjonowanie rynku mają umożliwić wzrost przewidywalności i uporządkowanie rynku⁸⁹. Poprawie efektywności działania rynku służą także zasady przyjmowane dobrowolnie, jak choćby kodeksy etycznego postępowania⁹⁰. Warto zwrócić uwagę, iż niwelowanie asymetrii informacji wymaga poniesienia określonych kosztów związanych z generowaniem, pozyskaniem i interpretacją informacji. Z tego powodu, według niektórych ekonomistów, nie należy dążyć do całkowitego jej wyeliminowania, ponieważ pozyskanie kompletnej informacji jest nieoptymalne⁹¹.

Znaczenie informacji dla działania rynku kapitałowego opisuje teoria E. F. Famy. Mówi ona o efektywności informacyjnej rynku, która polega

85 H. R. Varian, *Mikroekonomia...*, s. 674.

86 J. Solomon, *Corporate Governance...*, s. 145.

87 Może to być między innymi wynikiem zawierania wielu transakcji wpływających sztucznie na kurs waloru lub rozpowszechnianie fałszywych informacji wprowadzających uczestników rynku w błąd. Zob. M. Dusza, *Rynek kapitałowy w Polsce...*, s. 118.

88 M. Dusza, *Przystępstwa na rynku kapitałowym: papierowi kuglarze*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2003.

89 B. Klimczak, *Wybrane problemy i zastosowania ekonomii instytucjonalnej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2006, s. 61.

90 Komisja Nadzoru Finansowego, *Kanon Dobrych Praktyk Rynku Finansowego*, http://www.knf.gov.pl/Images/Kanon_DPRF_tcm75-22555.pdf [dostęp 15.11.2015]; ACI Polska, *Międzynarodowy Kodeks Postępowania i Praktyki Rynków Finansowych*, http://www.acipolska.pl/images/pliki/ACI_Kodeks_Wzorcowy.pdf [dostęp 15.11.2015].

91 B. Klimczak, *Mikroekonomia...*, s. 378.

na szybkim przepływie informacji, tak by informacja ta bezzwłocznie odzwierciedlona była w wycenie danego waloru, co powoduje, że jego cena jest najbliższa jego rzeczywistej wartości. Efektywność rynku oznacza, że informacja dociera jednocześnie do wszystkich uczestników rynku, którzy natychmiast uwzględniają ją w swoich decyzjach⁹². Decyzje te następnie wpływają na cenę danego waloru. Przy takim założeniu żaden uczestnik rynku nie jest w stanie osiągnąć przewagi nad innymi uczestnikami. Z uwagi na różne rodzaje informacji określono trzy formy efektywności rynku: słabą, średnią i mocną. Słaba efektywność występuje wtedy, gdy ceny akcji uwzględniają tylko informacje historyczne. Średnia efektywność oznacza uwzględnianie w cenie akcji wszystkich publicznie dostępnych informacji. Mocna forma efektywności zakłada uwzględnianie w cenie akcji wszystkich dostępnych informacji (także niedostępnych publicznie). Wiele badań potwierdza występowanie słabej formy efektywności rynku. Jeśli chodzi o średnią efektywność, wyniki nie są jednoznaczne, a zdania badaczy są podzielone. Mocna efektywność jest najbardziej kontrowersyjna i trudna do zbadania (wykorzystanie informacji poufnych jest karalne)⁹³. Wielu autorów wskazuje na powstawanie odstępstw (anomalii) od mechanizmu niezwłocznego i pełnego odzwierciedlenia informacji w cenie akcji⁹⁴. Wiąże się to przede wszystkim z nurtem finansów behawioralnych, który podkreśla, że decyzje człowieka nie zawsze są w pełni racjonalne i są warunkowane czynnikami psychologicznymi⁹⁵. Ponadto zarówno ilość, jak i rzetelność informacji, może być różna w zależności od spółki, której dotyczy, co wpływa na możliwość jej przetworzenia, interpretacji i uwzględnienia w decyzjach przez inwestorów⁹⁶. Z uwagi na powyższe zastrzeżenia, omawiana teoria nazywana jest hipotezą rynku efektywnego. Efektywność informacyjna rynku ma na celu zapewnienie wysokiej efektywności alokacyjnej i operacyjnej rynku. Wtedy finansowanie otrzymują podmioty najefektywniej je wykorzystujące, a koszty transakcji na rynku kapitałowym są poddawane zasadom wolnej konkurencji⁹⁷. Osiągnięcie pełnej efektywności informacyjnej nie jest jednak możliwe ze względu na różny czas dotarcia informacji

92 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa...*, s. 148.

93 S. B. Buczek, *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2005, s. 194.

94 *Ibidem*, s. 91.

95 Więcej na temat wpływu czynników psychologicznych na rynkach w: J. Gajdka, *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.

96 S. B. Buczek, *Efektywność informacyjna rynków akcji...*, s. 100.

97 K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, *Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1997, s. 75.

do uczestników rynku, różną ilość czasu potrzebną do podjęcia decyzji oraz możliwość różnej interpretacji tej samej informacji⁹⁸.

Mimo kontrowersji wokół hipotezy rynku efektywnego, jest ona obiektem zainteresowania i badań, ponieważ dotyczy jak najwierniejszej wyceny akcji, co ma znaczenie dla skuteczności mechanizmu alokacji kapitału na rynku. Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych IOSCO podkreśla, że regulacje powinny promować rynek efektywny, w którym szeroko dostępna i terminowa informacja jest uwzględniana w cenie walorów. Zwiększanie przejrzystości działania spółek, których papiery wartościowe są notowane na giełdzie, ma więc zmniejszać asymetrię informacji, a co za tym idzie zwiększać efektywność rynku. Wpływa to na poziom ochrony inwestorów poprzez zapewnienie równego dostępu do informacji⁹⁹. IOSCO promując przejrzystość, proponuje jednocześnie wytyczne co do treści oraz formy, jakie powinien spełniać prospekt emisyjny¹⁰⁰ oraz raporty spółek notowanych na rynku wtórnym¹⁰¹, tak by zapewnić inwestorom wysokiej jakości informację będącą podstawą podejmowania decyzji. IOSCO podkreśla także znaczenie przejrzystości samego rynku jako warunku jego efektywnego funkcjonowania¹⁰².

1.2.4. Regulacje rachunkowości a przejrzystość

O przejrzystości spółki decyduje w dużym stopniu zawartość sprawozdania finansowego. Analiza finansowa oraz wycena akcji spółek notowanych na giełdzie opierają się w dużej mierze na wartościach pochodzących ze sprawozdania finansowego, które informuje o majątku i źródłach jego finansowania, osiągniętych wynikach, przepływach pieniężnych

98 *Ibidem*, s. 76–77.

99 IOSCO (International Organization of Securities Commissions), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> [dostęp 20.11.2014].

100 IOSCO, *International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers*, September 1998, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf> [dostęp 20.11.2014].

101 IOSCO, *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, October 2002, http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/princdisclos.pdf [dostęp 20.11.2014].

102 Szerzej o znaczeniu przejrzystości dla rynków kapitałowych w: IOSCO, *Transparency and market fragmentation. Report from the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, November 2001, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf> [dostęp 20.11.2014]; G. Sabatini, I. Tarola, *Transparency on secondary markets*, “Quaderni Di Finanza”, Maggio 2002, N. 50, www.consob.it/documenti/quaderni/qdf50.pdf [dostęp 20.11.2014].

oraz zmianach kapitału własnego spółki. W sprawozdaniu finansowym umieszcza się także dodatkowe informacje i objaśnienia pomagające lepiej zrozumieć prezentowane w nim wartości. Zakłada się, że generowane w systemie rachunkowości informacje mają być użyteczne w podejmowaniu decyzji przez kapitałodawców¹⁰³. Powinny zatem zapewnić wiarygodny obraz sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyników przedsiębiorstwa. Cel ten ma być spełniony poprzez przestrzeganie określonych zasad rachunkowości, które są traktowane jako nadrzędne, z uwzględnieniem których konstruowane są następnie bardziej szczegółowe regulacje. Funkcjonuje jednak wiele różnych systemów rachunkowości, zarówno na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. Różnice między nimi mogą wynikać z uwarunkowań ekonomiczno-prawnych, jak i kulturowych¹⁰⁴. Ma to bezpośredni wpływ na ograniczanie przejrzystości działania spółek, ponieważ sprawozdania finansowe przygotowane według różnych przepisów są nieporównywalne, co utrudnia podejmowanie decyzji przez zainteresowane podmioty. W konsekwencji trudniej jest pozyskiwać spółkom kapitał na rynkach międzynarodowych. Podnosi to także koszt przygotowania sprawozdań finansowych przez spółki podlegające różnym krajowym przepisom rachunkowości.

Harmonizacja przepisów lub stworzenie ponadnarodowego zestawu przepisów rachunkowości rozwiązałyby w części powyższe problemy. Działania takie zostały podjęte wspólnie przez dwie najważniejsze organizacje stanowiące standardy rachunkowości – FASB¹⁰⁵ i IASB¹⁰⁶. Coraz więcej państw harmonizuje swoje regulacje z MSSF¹⁰⁷ lub przyji-

103 IFRS Foundation, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, September 2010; IFRS Foundation, *A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting*, July 2013, <http://www.ifrs.org/current-projects/iasb-projects/conceptual-framework/discussion-paper-july-2013/documents/discussion-paper-conceptual-framework-july-2013.pdf> [dostęp 20.11.2014].

104 A. A. Jaruga (red.), *Międzynarodowe regulacje rachunkowości. Wpływ na rozwiązania krajowe*, C.H. Beck, Warszawa 2002.

105 FASB (Financial Accounting Standards Board) to instytucja sektora prywatnego w USA, opracowująca standardy rachunkowości i sprawozdawczości finansowej; IASB (International Accounting Standards Board) natomiast to również instytucja sektora prywatnego, z siedzibą w Londynie, zajmująca się opracowywaniem standardów rachunkowości i sprawozdawczości finansowej. Więcej o FASB i IASB w: <http://www.ifrs.org/The+organisation/IASCF+and+IASB.htm>, <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176154526495>.

106 FASB, *Memorandum of Understanding, Norwalk Agreement*, www.fasb.org/news/memorandum.pdf [dostęp 29.01.2015].

107 MSSF – Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, wydawane przez IASB od 2001 r. Wcześniej publikowane standardy funkcjonują pod nazwą MSR – Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.

muje je jako lokalnie obowiązujące¹⁰⁸. Wspólne prace FASB i IASB polegają na usuwaniu różnic między standardami MSSF i US GAAP¹⁰⁹ oraz na wspólnym opracowywaniu nowych standardów, które w przyszłości mają się stać globalnym, ponadnarodowym zestawem regulacji rachunkowości dla spółek¹¹⁰. Proces ten jednak będzie trwał długo, głównie z uwagi na jego złożoność i pojawiające się nieustannie kwestie sporne. Planowany termin zakończenia prac jest co jakiś czas przesuwany¹¹¹. Jedną z tego przyczyn był kryzys gospodarczy zapoczątkowany w 2007 roku¹¹².

W kontekście doskonalenia i tworzenia nowych uregulowań rachunkowości wskazać można dwa kierunki możliwych zmian. Może to być podejście bazujące na zasadach (*principles based*) lub regułach (*rules based*). Zasady są podstawą systemu rachunkowości opracowanego przez IASB, który obowiązuje przede wszystkim w Europie. Jego istotą jest określenie ogólnych zasad postępowania, co sprawia, że jednostka może wybrać jedno z rozwiązań zgodnych z danym standardem. Ogólność zasad powoduje, że da się je zastosować w bardzo wielu sytuacjach, także w tych, których wystąpienia w momencie projektowania przepisów nie przewidziano (na przykład pojawienie się nowych instrumentów finansowych)¹¹³. Cecha ta może jednak w określonych przypadkach stanowić utrudnienie dla stosujących przepisy rachunkowości. Oczekują oni często bardziej szczegółowych przepisów, jak stosować ogólnie sformułowane standardy. Wydawane są więc dodatkowe objaśnienia w postaci interpretacji, które dotyczą wybranych problematycznych sytuacji. Nie są one jednak w stanie wyczerpać katalogu wszystkich możliwych przypadków. Ponadto niektórzy sugerują, że w praktyce zwiększanie ilości interpretacji zbliża ten system do systemu opartego na regułach¹¹⁴.

108 Więcej o harmonizacji w rozdz. drugim, pkt 2.1.1 „Harmonizacja przepisów rachunkowości”.

109 US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*) – to standardy rachunkowości wydawane przez pozarządową organizację FASB.

110 FASB, *Convergence with the International Accounting Standards Board (IASB)*, http://www.fasb.org/intl/convergence_iasb.shtml [dostęp 20.11.2014].

111 IASB, *Convergence between IFRSs and US GAAP*, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Pages/Convergence-with-US-GAAP.aspx> [dostęp 2.12.2014].

112 O pracach i ich postępach więcej w rozdz. 2, pkt 2.1.1 „Harmonizacja przepisów rachunkowości”.

113 M. Marcinkowska, *Standardy kapitałowe banków. Bazylejska Nowa Umowa Kapitałowa w polskich regulacjach nadzorczych*, Regan Press, Gdańsk 2009, s. 408.

114 M. Marcinkowska, *Regulacje w dobie kryzysu: nadzór, normy ostrożnościowe i rachunkowość*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 534, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 17, s. 743–760.

System oparty na regulacjach to przede wszystkim regulacje obowiązujące w Stanach Zjednoczonych i formułowane przez FASB (US GAAP). Charakteryzuje się on bardzo szczegółowym określaniem sposobu zastosowania danego standardu. Nie istnieje więc pole do swobodnej interpretacji standardów. Podobnie jednak jak w przypadku systemu opartego na zasadach, niemożliwe jest określenie wszystkich możliwych sytuacji, co wymusza ciągle tworzenie nowych regulacji, często coraz bardziej skomplikowanych. Ponadto zanim powstaną nowe regulacje może wystąpić sytuacja, w której przedsiębiorstwa będą celowo tak konstruować transakcje, by wykorzystać przypadki w nich nieopisane, ujmując je często niezgodnie z ich treścią ekonomiczną¹¹⁵. Może to prowadzić do tak zwanej kreatywnej rachunkowości, w której wykorzystuje się niedoskonałości przepisów w celu zniekształcenia obrazu sytuacji majątkowej, finansowej czy wyników przedsiębiorstwa.

Trudno wskazać system bezsprzecznie lepszy. System oparty na zasadach pozwala objąć regulacjami znacznie większy katalog operacji gospodarczych i stwarza teoretycznie mniejsze możliwości postępowania niezgodnie ze standardami (im bardziej ogólne zasady, tym mniejsza liczba przypadków nimi nieobjętych). Ogólne zasady mogą być jednocześnie bardziej zrozumiałe i łatwiejsze w stosowaniu, co powinno przełożyć się także na przejrzystość generowanej informacji w sprawozdaniu finansowym. Z drugiej strony wymuszone jest dokonywanie oceny poszczególnych sytuacji (*professional judgement*), która może być bardzo różna w zależności od osoby jej dokonującej, co jest przedmiotem kontrowersji. W związku z dużą elastycznością tego podejścia rodzi się pytanie o kwestię porównywalności prezentowanych przez różne spółki informacji, gdy dozwolone różne metody wyceny takich samych aktywów są nadal zgodne z nadrzędnymi zasadami rachunkowości¹¹⁶. W przypadku systemu opartego na regulacjach, dążenie do objęcia szczegółowymi przepisami jak największej liczby możliwych sytuacji, w celu pozostawienia minimalnej liczby luk w przepisach, spowodowało wysokie skomplikowanie i mniejszą ich przejrzystość. Złożoność i szczegółowość przepisów wpływa również na wyższe koszty ich stosowania. Niezależnie jednak od prowadzonej debaty nad zaletami i wadami obu systemów, amerykańska Rada Standardów Rachunkowości (FASB) rozpoczęła w 2002 roku dyskusję i prace nad zmianą przepisów US GAAP w stronę systemu opartego

115 SEC, Release 33-8896, 14 February 2008, <http://www.sec.gov/rules/other/2008/33-8896.pdf> [dostęp 2.12.2014].

116 Cadbury report...

na zasadach¹¹⁷. W 2004 roku obie organizacje zdecydowały także, by przygotować wspólne założenia koncepcyjne, zgodnie z którymi będą projektowane przyszłe standardy rachunkowości¹¹⁸.

Prócz potrzeby globalnej harmonizacji przepisów rachunkowości, istnieje jeszcze wiele kwestii problematycznych, które ograniczają przejrzystość sprawozdania finansowego i które nie są związane bezpośrednio z konkretnym modelem rachunkowości. Wiarygodne sprawozdanie finansowe ma przedstawiać prawdziwy i rzetelny obraz sytuacji podmiotu. Założenia systemu rachunkowości jednocześnie zawierają zasadę ostrożności, polegającą na rozważnej, subiektywnej ocenie i szacunkach, tak by nie zawyżać lub nie zaniżać wartości aktywów, pasywów, przychodów i kosztów. W praktyce obu tych zasad nie da się ze sobą w pełni pogodzić. Jedna z nich musi być nadrzędna wobec drugiej. Priorytet zasady ostrożności to podejście bardziej konserwatywne i dopuszczające mniejszą elastyczność. W przypadku zasady prawdziwego i rzetelnego obrazu istnieje więcej możliwości wyboru sposobu ujmowania danej operacji gospodarczej¹¹⁹. W wielu systemach rachunkowości (w tym regulacjach wydawanych przez IASB, a tym samym w Polsce) za nadrzędną przyjęto zasadę prawdziwego i rzetelnego obrazu, co determinuje określoną politykę rachunkowości, opierającą się na doborze właściwych specyfice działalności danego podmiotu szczegółowych metod i procedur¹²⁰.

Kolejnym problemem, który może ograniczać przejrzystość, jest stosowanie zasady memoriałowej i przedstawianie wartości historycznych (na przykład majątku trwałego). Krytycy podkreślają, że inwestorzy oczekują wartości bieżących (na przykład rynkowych), od których wartości

117 FASB, *Principles-based Approach to U.S. Standard Setting*, http://www.fasb.org/principles-based_approach_project.shtml [dostęp 2.12.2014].

118 FASB, *Conceptual Framework – Joint Project of the IASB and FASB*, http://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=FASBContent_C&pagename=FASB%2FFASBContent_C%2FProjectUpdatePage&cid=900000011090 [dostęp 2.12.2014].

119 W projektowanej wersji założeń koncepcyjnych „IFRS Framework” (z 2010 roku) postanowiono usunąć zapisy zawierające dosłowne odniesienie do pojęcia ostrożności. Na konieczność przestrzegania zasady ostrożności wskazują jednak nadal zapisy dotyczące ujmowania pozycji sprawozdania. Przykładowo mówi się o zachowaniu wystarczającego poziomu pewności lub prawdopodobieństwa wystąpienia korzyści ekonomicznych, aby możliwe było ujęcie aktywów czy przychodu. Potwierdza to stanowisko Financial Reporting Council wyrażone w dokumencie: FRC, *True and Fair*, June 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/True-and-Fair-June-2014.pdf> [dostęp 2.12.2014].

120 W nowej wersji założeń koncepcyjnych „IFRS Framework” (z 2010 roku) usunięto również sformułowanie dotyczące prawdziwego i rzetelnego obrazu, jednak zasada ta nadal obowiązuje poprzez konieczność zachowania określonych cech jakościowych informacji w sprawozdaniu finansowym. Więcej w: FRC, *True and Fair...*

historyczne mogą znacznie odbiegać¹²¹. Istotna jest bowiem możliwość prognozowania przyszłych przychodów czy przepływów pieniężnych. W toku doskonalenia przepisów rachunkowości dopuszczono stosowanie wartości rynkowych (bądź zbliżonych – w postaci wartości godziwej) dla niektórych aktywów (między innymi instrumentów finansowych). Problem braku przejrzystości nie został jednak rozwiązany, ponieważ obecnie w tym samym sprawozdaniu finansowym mogą być prezentowane zarówno wartości historyczne, jak i rynkowe (tak zwany model mieszany)¹²². Ponadto ten sam składnik aktywów może zostać różnie wyceniony w różnych podmiotach w zależności od wybranej metody wyceny. Znacznie utrudnia to analizę sprawozdania oraz obniża porównywalność sprawozdań różnych podmiotów.

Innym podnoszonym w obszarze rachunkowości problemem są trudności związane z prezentowaniem zasobów niematerialnych. Rolę odgrywa tu po części historia procesu kształtowania się zasad rachunkowości, które powstawały w okresie, gdy o sukcesie i wartości przedsiębiorstwa decydowały aktywa materialne. Obecnie obserwuje się rosnącą świadomość roli i znaczenia czynników niematerialnych oraz pozafinansowych (lojalność klientów, sprawne zarządzanie) w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa. Nieujmowanie tych elementów przez rachunkowość skutkuje nieraz ogromnym rozdzwięciem między wartością księgową a wartością rynkową podmiotu. Na różnice te mają wpływ także wspomniane wcześniej wartości historyczne odbiegające od wartości rynkowych. Rachunkowość próbuje wypracować metody pomiaru i prezentacji aktywów niematerialnych. Ze względu jednak na złożoność tej problematyki trudno wskazać, czy będą one wprowadzone w formie regulacji dotyczących sprawozdania finansowego czy jednak pozostanie to w sferze ujawnień dobrowolnych¹²³.

Standardy rachunkowości są krytykowane także za to, iż koncentrują się na pomiarze zysku. Ciągłe jest on istotnym parametrem, jednak zdaniem niektórych jego użyteczność informacyjna maleje¹²⁴, ponieważ wynika on głównie z wartości memoriałowych. Nie dostarcza więc wystarczających informacji pozwalających wnioskować o tworzeniu wartości jednostki w przyszłości. Z tego powodu inwestorzy są zainteresowani

121 S. A. DiPiazza Jr., R. G. Eccles, *Building Public Trust...* s. 34.

122 *Ibidem*, s. 34.

123 Więcej w rozdz. 2, pkt 2.2.2. „Inicjatywy związane z raportowaniem informacji na temat zasobów niematerialnych”.

124 S. A. DiPiazza Jr., R. G. Eccles, *Building Public Trust ...* s. 35.

także innymi miernikami (również pozafinansowymi), które mogą determinować wartość podmiotu¹²⁵.

Próby wypracowania rozwiązań omawianych problemów związanych z użytecznością i przejrzystością prezentowanej w sprawozdaniu finansowym informacji skutkują modyfikacjami i wprowadzaniem nowych regulacji. Niestety powoduje to znaczny wzrost skomplikowania przepisów, a samo sprawozdanie finansowe staje się, jak uważają niektórzy, zbyt rozbudowane i złożone. Badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych pokazały, że 73% dyrektorów finansowych (CFO) twierdzi, iż sprawozdania są zbyt skomplikowane, a 85% badanych postuluje, żeby sprawozdanie spełniało przede wszystkim potrzeby inwestora przeciętnego¹²⁶. Wskazuje się, że zbyt dużo informacji (przykładowo obszerne noty do sprawozdania finansowego) może zniechęcać potencjalnego odbiorcę do ich czytania czy analizy, co ogranicza ich użyteczność¹²⁷. Ponadto w rozbudowanym sprawozdaniu trudniej odnaleźć informacje istotne dla danego odbiorcy. Skomplikowanie przepisów rachunkowości powoduje następujące problemy¹²⁸:

- trudności inwestorów w zrozumieniu ekonomicznych podstaw poszczególnych pozycji, a tym samym ogólnej sytuacji finansowej i wyników podmiotu. Potrzeba coraz większej wiedzy i czasu, by odpowiednio analizować sprawozdanie¹²⁹,
- trudności przygotowujących sprawozdanie w poprawnym stosowaniu przepisów rachunkowości. Zmniejsza to efektywność procesu komunikacji między podmiotem a interesariuszami. Wyższy może być także koszt stosowania skomplikowanych regulacji,
- trudności innych podmiotów związanych z badaniem sprawozdań, ich analizą oraz zajmujących się organizacją procesu sprawozdawczości.

Skomplikowanie przepisów dotyczy więc każdego ogniwa procesu dostarczania informacji w sprawozdaniu finansowym, zarówno przygotowującego sprawozdanie, audytorów, jak i końcowego odbiorcy. Grozi to

125 *Ibidem*, s. 38.

126 Grant Thornton, *Survey of Senior Financial Executives, Fall 2009*, <http://www.grantthornton.com/staticfiles/GTCom/Grant%20Thornton%20Thinking/Surveys/CFO%20survey%20Fall%202009%2012-29-09.pdf> [dostęp 2.12.2014].

127 A. J. Radin, *Have We Created Financial Statement Disclosure Overload?*, "The CPA Journal", November 2007.

128 SEC, *Release 33-8896*, 14 February...

129 SEC, *Release 33-8817*, 27 June 2007, <http://www.sec.gov/rules/other/2007/33-8817.pdf> [dostęp 2.12.2014]; D. Jędrzejka, *Problemy rachunkowości instrumentów finansowych w czasie kryzysu*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, *Ekonomiczne Problemy Usług*, nr 569 (43).

mniejszą efektywnością mechanizmów rynkowych i nieoptymalną alokacją kapitału, ponieważ wszystkie te ogniwa muszą ponosić wyższe koszty. Wiele szczegółowych przepisów stwarza też przestrzeń do oszustw i manipulacji poprzez wykorzystywanie luk w regulacjach¹³⁰. Dyskusji podlegać powinno również znalezienie kompromisu między ponoszonymi kosztami przygotowania obszernych i skomplikowanych sprawozdań a korzyściami z tego wynikającymi. Można wskazać kilka źródeł rosnącego skomplikowania przepisów rachunkowości i sprawozdań finansowych¹³¹:

- rosnąca złożoność prowadzonej działalności. Przykładowo można wymienić instrumenty finansowe (produkty inżynierii finansowej), których treść ekonomiczna i mechanizm funkcjonowania są często trudne do zrozumienia. Wymusza to wydawanie bardziej szczegółowych zaleceń, jak stosować dane regulacje. Powstaje więc coraz większa liczba standardów, jak i wydawanych do nich interpretacji,
- charakter samych standardów rachunkowości – trudności w ich zrozumieniu i stosowaniu wynikające z:
 - konieczności ciągłego monitorowania zmieniających się przepisów, co utrudnia zapoznanie się i właściwe zastosowanie nowych przepisów w krótkim terminie. Jest to szczególnie wyraźne w podmiotach międzynarodowych, których rachunkowość może podlegać regulacjom różnych krajów,
 - różnych preferencji poszczególnych stron, które pośrednio lub bezpośrednio wpływają na kształt standardów. Przykładowo można wskazać przeciwne stanowiska środowiska przedsiębiorstw i inwestorów. Pierwsze jest zwolennikiem uśredniania wartości księgowych. Inwestorzy natomiast oczekują wartości jak najczęściej aktualizowanych na podstawie danych płynących z rynku,
 - formułowania standardów trudnym językiem, zawierającym wiele terminów z dziedziny rachunkowości, ale także terminów prawnych,
 - stosowania szacunków – standardy dopuszczają kilka metod wyceny aktywów. Stosujący standardy mogą mieć wątpliwości, która metoda jest w danym przypadku odpowiednia, zwłaszcza w przypadku specyficznych transakcji. Pojawia się więc oczekiwanie kolejnych interpretacji lub rozszerzania dotychczasowych przepisów w obawie przed potencjalnym kwestionowaniem przez audytora niewłaściwie podjętego przez księgowych wyboru metod,

130 M. Kranacher, *Financial Statement Complexity: A Breeding Ground for Fraud*, "The CPA Journal", September 2006.

131 SEC, *Release 33-8896*, 14 February...

- proces edukacji rachunkowości – zarzuca się, iż jest zbyt skoncentrowany na zasadzie podwójnego księgowania, a w mniejszym stopniu na pełnym zrozumieniu zasad zawartych w standardach rachunkowości.

Na podstawie powyższego można wnioskować, że skomplikowania dzisiejszej rachunkowości nie da się w pełni wyeliminować, gdyż wynika ono ze złożoności samych operacji gospodarczych. Wydaje się więc, iż czynnikiem mogącym skutecznie podnieść przejrzystość spółki jest harmonizacja oraz tworzenie wspólnego międzynarodowego zestawu przepisów rachunkowości w celu zwiększenia porównywalności sprawozdań spółek z różnych krajów. Przejrzystości sprzyjać może także promowanie publikacji dodatkowych informacji (dobrowolne ujawnienia), które ułatwiają czytającemu sprawozdanie finansowe lepsze jego zrozumienie.

1.2.5. Nowe źródła wartości przedsiębiorstwa

System rachunkowości w swoich założeniach ma ułatwiać gospodarowanie majątkiem przedsiębiorstwa oraz dostarczać informacje, które są podstawą oceny zarządzania i zarządzającego przedsiębiorstwem. Głównym celem przedsiębiorstwa jest tworzenie wartości dla właściciela. Aby właściciel mógł ocenić działania zarządzającego, musi mieć dostęp do informacji, jakimi zasobami dysponowało przedsiębiorstwo i czy zostały one wykorzystane w sposób zgodny z oczekiwaniami (na przykład czy osiągnięto wymagany poziom rentowności). Wiele koncepcji funkcjonującego obecnie systemu rachunkowości powstało w okresie kapitalizmu przemysłowego, gdy kluczowe dla tworzenia wartości były aktywa materialne, jak budynki, maszyny, surowce oraz kapitał finansowy pozwalający je nabywać oraz zatrudniać pracowników¹³². Procesy takie jak globalizacja rynków, zwiększająca konkurencję oraz rozwój technologii informatycznych, spowodowały, że bariery w postaci ograniczonego przepływu kapitału i informacji przestały istnieć. Technologia informacyjna zmieniła sposób funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku oraz główne procesy: innowacje, produkcję, dystrybucję. Odkrywano nowe czynniki budowania przewagi konkurencyjnej w postaci własności intelektualnej, badań i rozwoju, marek czy globalnych sieci partnerów.

132 Powstałe w erze industrialnej koncepcje i zasady rachunkowości okazują się być niewystarczające w erze informacji. Więcej na ten temat w: R. K. Elliot, P. D. Jacobson, *U.S. Accounting: A National Emergency*, "Journal of Accountancy", November 1991.

Mała wartość aktywów materialnych¹³³, a o wartości przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu decydowały aktywa niematerialne¹³⁴. Rachunkowość, mimo że ewoluowała i cały czas ulegała zmianom w odpowiedzi na zmieniające się warunki prowadzenia działalności gospodarczej, nie wypracowała narzędzi pozwalających uwzględniać wszystkie czynniki decydujące o rentowności i wartości przedsiębiorstwa. Postęp przepisów rachunkowości dotyczy głównie aktywów materialnych i aktywów finansowych. Nie zdołano jednak nadążyć za zmianami związanymi z nowymi sposobami tworzenia wartości¹³⁵. Zasoby niematerialne, kapitał intelektualny nie są prezentowane w sprawozdaniu finansowym¹³⁶. Powoduje to rozdzwięk między wartością księgową a wartością rynkową spółek¹³⁷. W przypadku branż, w których obecnie kluczowymi aktywami są wiedza i kwalifikacje pracowników¹³⁸, dysproporcje te mogą być tak duże, iż niektórzy kwestionują wysiłki księgowych wkładane w przygotowanie sprawozdania finansowego¹³⁹. Zwracają uwagę, że różnica między wartością księgową a tą określaną przez rynek nie jest tymczasowym odchyleniem, ale systemowym błędem w pomiarze wartości przedsiębiorstwa¹⁴⁰. Wspomniane dysproporcje są jednocześnie dowodem na to, iż odbiorcy informacji (uczestnicy rynku, inwestorzy) są świadomi niedoskonałości, niekompletności obrazu przedsiębiorstwa wynikającego ze sprawozdania finansowego, ponieważ wyceniają je ponad jego wartość księgową. Z drugiej strony dowodzi to ograniczonej przejrzystości działania przedsiębiorstw, co wpływa niekorzystnie na funkcjonowanie rynku.

Funkcjonujące regulacje rachunkowości za składnik aktywów uznają tylko zasób powstały w przeszłości, kontrolowany przez jednostkę i w przyszłości mający generować korzyści ekonomiczne. Ponadto musi

133 European Commission, *The intangible economy impact and policy issues. Report of the European High Level Expert Group on the Intangible Economy*, October 2000.

134 J. H. Daum, *Intangible Assets and Value Creation*, John Wiley & Sons, Chichester 2003, s. 28.

135 *Ibidem*, s. XV.

136 Poza nielicznymi wyjątkami, jak wartości niematerialne i prawne (licencje, patenty, prawa autorskie).

137 Dla spółek S&P500 na przestrzeni lat 2000–2014 wskaźnik C/WK przyjmował wartości od 1,78 do 5,06, W grudniu 2015 wynosił on średnio około 2,7. Źródło: Standard & Poor's, *S&P 500 Price to Book Value*, <http://www.multpl.com/s-p-500-price-to-book> [dostęp 20.12.2015].

138 Na przykład spółki tworzące oprogramowanie komputerowe.

139 J. H. Daum, *Intangible Assets and Value Creation...*, s. 4.

140 L. Edvinsson, M. S. Malone, *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 10.

istnieć możliwość wiarygodnego oszacowania jego wartości¹⁴¹. Aktywa niematerialne, kapitał intelektualny nie spełniają tych wymogów. Trudno bowiem określić fakt kontroli (zasoby te są kontrolowane przez wiele podmiotów) czy wiarygodnie oszacować ich wartość. Wartość pozafinansowych, niematerialnych czynników wartościotwórczych prezentowana jest w bilansie tylko w ograniczonym zakresie¹⁴². Należy podkreślić, że aktywa materialne i źródła finansowania razem z aktywami niematerialnymi zawsze pełniły rolę w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. Bez środków pieniężnych i aktywów materialnych niemożliwe byłoby tworzenie i wykorzystywanie większości aktywów niematerialnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Współczesnym problemem i wyzwaniem z uwagi na przejście przez aktywa niematerialne roli głównych czynników wartościotwórczych, stanowiących często o przewadze konkurencyjnej¹⁴³, jest ich uwzględnianie obok tych, które od dawna są prezentowane w sprawozdaniach finansowych.

Część niematerialnych czynników jest bezpośrednio związana z pozycjami prezentowanymi w bilansie. Aktywa i pasywa generują bowiem ryzyko, które bezpośrednio wpływa na wartość przedsiębiorstwa. Ponadto może wystąpić efekt synergii, polegający na większej wartości sumy prezentowanych zasobów niż wynikałoby to z sumy wartości pojedynczych pozycji¹⁴⁴.

Większość czynników niematerialnych wpływających na wartość przedsiębiorstwa stanowią te, które nie są ujmowane w sprawozdaniu i często są z jego pozycjami niezwiązane. Niektóre z nich, takie jak: otoczenie prawne, rynek pracy, poziom rozwoju gospodarki, położenie geograficzne, konkurencja, pozostają poza kontrolą przedsiębiorstwa, a jednocześnie warunkują jego funkcjonowanie. Pozostałe czynniki niematerialne wpływające na wartość podmiotu (pozytywnie lub negatywnie) mogą w różnym stopniu zależeć od jego decyzji. Wymienić tu można: kapitał ludzki (wiedza, doświadczenie, umiejętności pracowników), wizję, misję, strategię, klientów i ich lojalność, relacje z klientami,

141 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, art. 3; IFRS Foundation, *The Conceptual Framework for...*, s. A40.

142 Na przykład, gdy występuje pozycja wartości firmy (*goodwill*) będąca różnicą między ceną nabycia określonej jednostki (przedsiębiorstwa) a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto. Zob. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, art. 33.

143 C. Eustace, *The intangible economy: Impact and policy issues. Report of the High Level Expert Group on the Intangible Economy*, EU Commission, 2000.

144 M. Marcinkowska, *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa*, [w:] B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 203.

dostawcami, odbiorcami, powiązania kooperacyjne, produkty, jakość, innowacyjność, *know-how*, badania i rozwój, tajemnice produkcyjne, renomę, tradycję marki, strukturę i kulturę organizacyjną, bazy danych, informację, znajomość rynku konkurencji, aliance strategiczne, działania wpływające na środowisko naturalne, promocję, reklamę, *public relations*¹⁴⁵.

Istotną cechą czynników niematerialnych jest brak możliwości posiadania nad nimi przez jednostkę pełnej kontroli. W czasach kapitalizmu przemysłowego zarówno fizyczne aktywa, jak i zysk generowany przez działanie przedsiębiorstwa, były własnością właściciela. Takie zasoby niematerialne, jak: wiedza, kwalifikacje, doświadczenie, zdolności przywódcze kadry zarządzającej, są natomiast własnością pracowników¹⁴⁶. Ci mogą zawsze opuścić danego pracodawcę, co pozbawi przedsiębiorstwo zarówno tych zasobów niematerialnych, które pracownik wniósł do organizacji, jak i części tych, które nabył czy wytworzył w trakcie pracy¹⁴⁷.

Podobny brak kontroli występuje w przypadku relacji z klientami, dostawcami, odbiorcami. Zależności te są często wielostronne i każda ze stron wpływa na ich kształt i funkcjonowanie. Rozwój przedsiębiorstwa wymaga współpracy z dostawcami i odbiorcami tworzącymi sieć dystrybucji. Bez nich osiągnięcie coraz wyższych poziomów sprzedaży nie jest możliwe. Za jedną z najistotniejszych zależności uważa się obecnie tę między przedsiębiorstwem a jego klientami, twierdząc, iż wartość dla klienta jest zbieżna z wartością dla akcjonariuszy¹⁴⁸. Od satysfakcji, lojalności i pozyskiwania nowych klientów zależy zdolność przedsiębiorstwa do generowania wartości w przyszłości. Brak pełnej kontroli nad powyższymi relacjami i ich sprzężenie z decyzjami wielu stron sprawia, że zarządzanie nimi jest znacznie trudniejsze niż w przypadku aktywów materialnych.

Problematyczna jest w związku z powyższym identyfikacja i pomiar niematerialnych czynników kreujących wartość. Podkreśla się, że wartość aktywów niematerialnych jest dużo bardziej zależna od czynników zewnętrznych (na przykład postrzegania przez rynek) niż w przypadku aktywów fizycznych, a tym samym wartość ta może cechować się dużą zmiennością. Powoduje to, iż proces tworzenia wartości jest złożony i wymaga dokładnego zrozumienia natury tych zasobów oraz specyfiki

145 M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000, s. 38; J. H. Daum, *Intangible Assets and...*, s. 13.

146 J. H. Daum, *Intangible Assets and Value Creation...*, s. 10.

147 Dlatego tak ważne są obecnie programy utożsamiające i wiążące pracownika z przedsiębiorstwem (na przykład poprzez opcje pracownicze).

148 A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 29.

działania danego przedsiębiorstwa. Efekt inwestowania w czynniki niematerialne może bowiem pojawić się po bardzo długim okresie (na przykład w przypadku badań rozwojowych w branży farmaceutycznej), w ciągu którego firma może wydawać się nierentowna. Przedsiębiorstwo inwestujące w kwalifikacje pracowników czy technologie informacyjne, mające przynieść efekty w okresach przyszłych, może osiągać tymczasowo niższe wyniki, a tym samym być niżej księgowo wycenione¹⁴⁹.

Niezależnie od wskazanych problemów konieczna jest praca nad narzędziami, które pozwolą na prezentację niematerialnych aktywów w raportach spółek. Nieujmowanie aktywów niematerialnych w sprawozdaniu finansowym ogranicza jego użyteczność w zakresie wyjaśniania potencjału przedsiębiorstwa do przetrwania i rozwoju poprzez tworzenie wartości w długim okresie. Inwestorzy i inni odbiorcy informacji napotykać problemy w ocenie przedsiębiorstwa tylko na podstawie informacji pochodzących ze sprawozdania finansowego. Brak pełnego obrazu tworzenia wartości przedsiębiorstwa może skutkować gorszymi decyzjami inwestorów, grożąc nieoptymalną alokacją kapitału na rynku¹⁵⁰. Inwestorzy (zwłaszcza instytucjonalni) są coraz bardziej zainteresowani wywieraniem wpływu na kierunek, w jakim ma rozwijać się spółka, aby jej wartość rosła. Świadomość, że wartość rynkowa znacznie odbiega od wartości księgowej, zwiększa wymagania inwestorów co do informacji prezentowanych przez spółki giełdowe¹⁵¹.

Twórcy przepisów rachunkowości, nadzorcy rynków finansowych, badacze, firmy doradcze są zgodni, iż należy uzupełniać sprawozdanie finansowe o dodatkowe informacje dotyczące pozafinansowych i niematerialnych czynników stanowiących o rentowności i wartości przedsiębiorstwa¹⁵². Nie wypracowano jak dotąd jednolitych zasad prezentacji takich aktywów w raportach spółek. Wynika to z trudności w precyzyjnym zdefiniowaniu, identyfikacji i pomiarze wartości tych aktywów. Powstają jednak narzędzia, które mogą być stosowane dobrowolnie przez przedsiębiorstwa, na przykład Skandia Nawigator, Zrównoważona Karta Wyników (*Balanced Scorecard*) czy *Tableau de Bord*¹⁵³. Opierają się one głównie na odejściu od przedstawiania tylko wartości pieniężnych

149 L. Edvinsson, M. S. Malone, *Kapitał intelektualny...*, s. 38.

150 R. G. Eccles, R. H. Herz, E. M. Keegan, D. M. H. Phillips, *The Value Reporting Revolution...*, s. 4.

151 A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości...*, s. 274.

152 C. Eustace, *The intangible economy: impact and policy issues...*; Deloitte, *Intangible assets*, <http://www.iasplus.com/en/projects/research/long-term/intangible-assets> [dostęp 2.12.2014]; FASB, *Improving business reporting...*; Deloitte, *Global capital markets...*

153 Więcej na ten temat w rozdziale drugim.

i wykorzystaniu innych cech opisujących dane zasoby (ilość, proporcja, indeks)¹⁵⁴. Dotyczy to takich aktywów niematerialnych, których wartości można zmierzyć. Dla pozostałych niematerialnych czynników stosuje się opis wraz z wszelkimi elementami ułatwiającymi jego zrozumienie (tabele, schematy). Dodatkowe opisy na temat kluczowych niematerialnych czynników tworzących wartość przedsiębiorstwa znajdują się najczęściej w sprawozdaniu z działalności, które jest integralnym elementem raportów publikowanych przez spółki giełdowe.

Model sprawozdawczości powinien obok sprawozdania finansowego dostarczać wszelkich dodatkowych informacji, które stanowiłyby jego kontekst i istotne uzupełnienie. W raporcie spółki należałoby prezentować finansowe i niefinansowe czynniki będące podstawą tworzenia wartości w przeszłości i przyszłości. W zakresie finansowych czynników postuluje się rozszerzenie listy ujawnianych mierników o takie, które uwzględniają koszt kapitału czy przepływy pieniężne (TSR, EVA, SVA, CFROI). W obszarze niefinansowych czynników powinny być natomiast opisane aktywa niematerialne.

Sprawozdawczość wartości nie jest koncepcją łatwą do wdrożenia. Wymaga uprzedniej identyfikacji i przeanalizowania wzajemnych powiązań wszystkich elementów, które tworzą wartość przedsiębiorstwa: materialnych i niematerialnych, kontrolowanych i niekontrolowanych przez podmiot. Następnie należy dla nich znaleźć najbardziej odpowiednie mierniki pozwalające je monitorować i nimi zarządzać. Istotne jest określenie, jak kierownictwo spółki wiąże te elementy z celami przedsiębiorstwa. Czasem będzie konieczne wypracowanie nowych narzędzi, jeśli takie jeszcze nie istnieją (na przykład ze względu na specyfikę działalności). W dalszej kolejności należy sprawdzić, jak prezentację nowych mierników odbiera rynek¹⁵⁵. Oprócz miar ilościowych mogą pojawiać się również jakościowe. Ponadto po wypracowaniu modelu sprawozdawczości wartości należy okresowo dokonywać weryfikacji czynników tworzących wartość i modyfikować ich zestaw w zależności od zmieniających się warunków. Zwraca się też uwagę, iż sprawozdawczość wartości powinna być wprawdzie odpowiedzią na zapotrzebowanie ze strony inwestorów, ale jednocześnie tajemnice przedsiębiorstwa muszą być chronione, podobnie jak zarząd, przed pozwami sądowymi (związanymi z ujawnieniem informacji)¹⁵⁶.

154 M. Marcinkowska, *Bilans zasobów niematerialnych*, [w:] M. Panfil (red.), *Controlling – wiedza i narzędzia praktyczne*, Warszawa 2004.

155 R. G. Eccles, R. H. Herz, E. M. Keegan, D. M. H. Phillips, *The Value Reporting Revolution...*, s. 11.

156 A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości...*, s. 279.

1.2.6. Oczekiwania interesariuszy, zrównoważony rozwój, społeczna odpowiedzialność biznesu

Zwiększaniem przejrzystości spółki są zainteresowani przede wszystkim właściciele (*shareholders*), ponieważ chcą ocenić, czy zainwestowane przez nich środki są wykorzystywane zgodnie z ich oczekiwaniami (wymagana stopa zwrotu) i czy spółka ma potencjał do tworzenia wartości i rozwoju w przyszłości. Według teorii głoszonej przez Milтона Friedmana jedynym celem przedsiębiorstwa jest pomnażanie majątku właściciela i tylko przed nim zarząd powinien być odpowiedzialny za swoje decyzje¹⁵⁷. Interes właściciela musi być traktowany jako dominujący nad interesami pozostałych podmiotów, ponieważ nie mogą być one ze sobą godzone czy zrównoważone¹⁵⁸. Pojawiła się jednak koncepcja stojąca w wyraźnej opozycji do tej teorii. Robert Freeman zaproponował teorię interesariuszy (*stakeholders theory*)¹⁵⁹. Interesariuszy można zdefiniować jako te podmioty, które – dobrowolnie lub nie – są związane z działalnością przedsiębiorstwa i mogą z tego tytułu odnosić korzyści bądź ponosić ryzyko¹⁶⁰. Są to te podmioty, które mogą wywierać wpływ na przedsiębiorstwo lub na które przedsiębiorstwo może wywierać wpływ. Interesariusze dostarczają zasobów potrzebnych do funkcjonowania przedsiębiorstwa. Z drugiej strony ponoszą ryzyko dotyczące przykładowo wpływu podmiotu na środowisko. Interesariuszami mogą być zatem: właściciele, pracownicy, klienci, dostawcy, partnerzy aliansów strategicznych, administracja, rząd, społeczności lokalne, instytucje non-profit, organizacje ekologiczne. Przedsiębiorstwo można rozpatrywać jako sieć współzależnych interesów i stron, które (dobrowolnie lub nie) wpływają na jego działanie i wyniki i które oczekują korzyści (lub przynajmniej nie zaakceptują nierekompensowanych szkód) wynikających z jego działania. Inwestorzy, dostawcy, pracownicy, klienci dostarczają określonych zasobów przedsiębiorstwu w zamian za osiągnięcie własnych korzyści. Jednym z najważniejszych zasobów jest społeczna akceptacja i przyzwolenie na działalność podmiotu¹⁶¹ (*license to operate*). Z drugiej strony przedsiębiorstwa konkurują o zasoby: klientów, inwestorów, pracowników, lokalizację, pomy-

157 M. Friedman, R. D. Friedman, *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press 1982, s. 133.

158 A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości...*, s. 24.

159 R. E. Freeman, *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston 1984.

160 J. Post, L. Preston, S. Sachs, *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth*, Stanford Business Books 2002, s. 19.

161 J. Krasodomska, *Ewolucja sprawozdawczości finansowej w kierunku sprawozdawczości zintegrowanej na przykładzie spółek Novo Nordisk i LOTOS*, [w:] B. Micherda

sły i wszelkie inne zasoby potrzebne do rozwoju i przetrwania¹⁶². Relacje między przedsiębiorstwem a interesariuszami są wzajemne i jednocześnie stanowią niezbędny warunek jego działania.

Wartość dla właścicieli (udziałowców, akcjonariuszy) jest uznawana za główny cel przedsiębiorstwa. Nie powinna być ona jednak generowana z pominięciem wymagań interesariuszy. Oczekuje się, by przedsiębiorstwo swój główny cel osiągało w sposób odpowiedzialny. Uważa się, że koncepcja wartości dla właścicieli nie powinna konkurować z wartością dla interesariuszy, ponieważ obie te wartości są zbieżne¹⁶³. W długim okresie nie można tworzyć wartości bez uwzględniania wpływu prowadzonej działalności na otoczenie¹⁶⁴. Przy rozpatrywaniu przedsiębiorstwa z perspektywy interesariuszy zakłada się, że można jednocześnie tworzyć dwa rodzaje wartości: dla właściciela i dla społeczeństwa, a przedsiębiorstwa, które będą uwzględniać w swoich decyzjach interesariuszy, w długim okresie osiągną lepsze wyniki od wyników tych podmiotów, które tego nie zrobią¹⁶⁵. Uwzględnianie oczekiwań interesariuszy staje się więc warunkiem koniecznym przetrwania i rozwoju przedsiębiorstwa.

Źródłem rozszerzania celów spółki poza tworzenie wartości tylko dla akcjonariuszy i konieczności uwzględniania interesariuszy można upatrywać w procesie globalizacji rynków finansowych. Proces ten umożliwił szybki rozwój przedsiębiorstw poprzez łatwiejsze pozyskanie kapitału. W jego wyniku powstały ponadnarodowe korporacje działające w wielu krajach, które dysponują ogromnymi zasobami (materialnymi i niematerialnymi) oraz wywołują duży wpływ na otoczenie (w tym środowisko naturalne). Jako duże przedsiębiorstwa w większym stopniu mogą kształtować rynek niż podlegać jego mechanizmom. Skala ich działalności jest podstawą ich ogromnej siły przetargowej, co w znacznym stopniu ogranicza ich zależność od rządów państw¹⁶⁶. Kontrola nad ponadnarodowymi przedsiębiorstwami jest coraz mniejsza. Rośnie w tym samym czasie świadomość wywieranego przez nie wpływu i zależności, jakie występują między przedsiębiorstwami a interesariuszami. Poprzez swoją działalność przedsiębiorstwa te wpływają na sytuację wielu podmiotów, którą mogą nieodwracalnie

(red.), *Kierunki ewolucji sprawozdawczości i rewizji finansowej*, Difin, Warszawa 2012, s. 71.

162 *Ibidem*, s. 9.

163 D. Tapscott, D. Ticoll, *The Naked Corporation...*, s. 8.

164 Więcej na przykład w: D. Jędrzejka, *Spoleczna odpowiedzialność biznesu a przetrwanie i rozwój przedsiębiorstwa...*

165 D. Wheeler, M. Sillanpää, *The stakeholder corporation. A blueprint for maximizing stakeholder value*, Pitman Publishing, London 1997, s. XI.

166 J. Post, L. Preston, S. Sachs, *Redefining the Corporation...*, s. 11.

zmieniać¹⁶⁷. Dzięki nowym technologiom komunikacji ułatwiającym szybki dostęp do informacji zwiększa się podatność podmiotów na naciski ze strony klientów, organizacji pracowniczych czy ekologicznych, które próbują wywierać bezpośredni wpływ na przedsiębiorstwa, by więcej uwagi zwracały na prawa pracowników czy środowisko naturalne¹⁶⁸. W takiej sytuacji przedsiębiorstwa nie mogą ignorować konieczności uwzględniania w swoich działaniach wpływu wywieranego na sytuację interesariuszy.

Konieczność uwzględniania oczekiwań interesariuszy znalazła swój wyraz w koncepcjach społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju. W szerokim rozumieniu społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa to zaangażowanie w zrównoważony rozwój, umożliwiający poprawę warunków życia pracowników, ich rodzin, społeczności lokalnej i społeczeństwa w ogóle, co jest możliwe jeśli praktyki biznesowe będą oparte na wartościach etycznych i szacunku dla pracowników, społeczności lokalnej i środowiska naturalnego¹⁶⁹. Innymi słowy, należy tak prowadzić działalność, by zapewnić długoterminową rentowność, unikając krótkoterminowych działań niekorzystnych dla społeczeństwa czy środowiska naturalnego¹⁷⁰.

Zarówno podejmowanie działań zawierających się w idei społecznej odpowiedzialności biznesu, jak i przekazywanie na ten temat informacji jest w dużym stopniu dobrowolne. Niemniej obserwuje się na całym świecie nieustannie rosnące zainteresowanie tym podejściem ze strony samych przedsiębiorstw oraz organizacji włączających się w jego promocję¹⁷¹. W 2013 roku 93% z 250 największych przedsiębiorstw na świecie (w 2011 roku było to 95%, w 2008 roku – 83%) publikowało w jakiejś formie raport dotyczący społecznej odpowiedzialności¹⁷².

167 M. L. Pava, J. Krausz, *Corporate Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost*, Quorum Books, Westport, CT, 1995, s. 1.

168 D. Vogel, *The Market for Virtue, The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility*, Brookings Institution 2005, s. 9.

169 M. Marcinkowska, *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009, s. 239–255.

170 M. E. Porter, M. R. Kramer, *Strategy and Society. The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, "Harvard Business Review" 2006, No. 12.

171 Ideę społecznej odpowiedzialności biznesu promują między innymi międzynarodowe organizacje: Bank Światowy, ONZ, OECD, ISO, World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) oraz na mniejszą skalę organizacje non-profit w poszczególnych krajach.

172 KPMG, *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013*, 2013, <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/corporate-responsibility/Documents/corporate-responsibility-reporting-survey-2013.pdf> [dostęp 2.12.2014].

Z uwagi na wzajemność relacji biznes–społeczeństwo, wskazuje się na korzyści, jakie może odnieść przedsiębiorstwo, jeśli uznaje odpowiedzialność wobec interesariuszy, a nie tylko wobec właścicieli. Wśród korzyści należy między innymi wymienić¹⁷³:

- budowanie wizerunku, reputacji przedsiębiorstwa¹⁷⁴, szybsze zdobywanie akceptacji nowych klientów i rynków¹⁷⁵, przychylność władz państw, w których przedsiębiorstwo chce rozpocząć lub rozszerzać działalność¹⁷⁶, zaufanie otoczenia ograniczające ryzyko związane z potencjalnymi protestami, bojkotami przedsiębiorstwa przez pracowników, klientów, czy społeczność lokalną¹⁷⁷,
- atrakcyjność w oczach inwestorów – przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialne mogą być preferowane przez inwestorów, przez co pozyskiwanie kapitału powinno być tańsze (lub łatwiejsze)¹⁷⁸ – niższy powinien być koszt kapitału¹⁷⁹. Spółki dbające o ekologię mogą być wyżej wyceniane¹⁸⁰. Pojawia się także nowe podejście do inwestowania w postaci inwestycji społecznie odpowiedzialnych¹⁸¹, gdzie przy wyborze kierunku inwestowania uwzględnia się obok wyników ekonomicznych także zaangażowanie w społeczną odpowiedzialność biznesu¹⁸²,

173 Szerzej: M. Marcinkowska, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – aspekty teoretyczne*, „Przegląd Organizacji” 2010, nr 10; M. Marcinkowska, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – przegląd badań*, „Przegląd Organizacji” 2010, nr 12.

174 S. Knox, S. Maklan, *Corporate Social Responsibility: Moving Beyond Investment Towards Measuring Outcomes*, „European Management Journal” 2004, Vol. 22, No. 5.

175 M. Hopkins, *Defining indicators to assess socially responsible enterprises...*

176 Economist Intelligence Unit, *Doing good. Business and the sustainability challenge*, February 2008, http://graphics.eiu.com/upload/Sustainability_allsponsors.pdf [dostęp 2.12.2014].

177 S. Knox, S. Maklan, *Corporate Social Responsibility ...*

178 *Ibidem*.

179 A. Bassen, K. Meyer, J. Schlange, *The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital*, November 2006, <http://ssrn.com/abstract=984406> [dostęp 2.12.2014].

180 N. Guenster, J. Derwall, R. Bauer, K. Koedijka, *The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*, August 2006, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=675628 [dostęp 2.12.2014].

181 M. Marcinkowska, *Is corporate social responsibility economically justified?*, [w:] P. Sauer (ed.), *Environmental economics, policy and international relations: young researchers perspective*, Nakladatelstvi a vydavatelstvi litomyslskeho seminare, Praha 2008; M. Marcinkowska, *Inwestycje społecznie odpowiedzialne...*

182 European Centre for Corporate Engagement, *Use of extra-financial information by research analysts and investment managers*, March 2007, http://www.gmiratings.com/noteworthy/ECCE_Survey_March_2007.pdf [dostęp 2.12.2014].

- większe możliwości pozyskiwania pracowników – dotyczą zarówno rekrutacji pracowników, jak i ich większej lojalności¹⁸³. Większe zadowolenie z pracy i lojalność pracowników zwiększa zarazem ich wydajność¹⁸⁴, rośnie także przychylność związków zawodowych¹⁸⁵,
- większa innowacyjność – uwzględnianie aspektów społecznych i ekologicznych wpływa na powstawanie nowych produktów i procesów (na przykład bardziej ekologicznych)¹⁸⁶,
- korzyści podatkowe – związane z działalnością charytatywną i współpracą z organizacjami non-profit (korzyści zależne od systemu podatkowego danego państwa)¹⁸⁷,
- oszczędności – redukcja kosztów zużycia wody, energii, wykorzystanie recyklingu; niższe koszty ubezpieczenia¹⁸⁸,
- skuteczniejsze zarządzanie ryzykiem – uwzględnianie perspektyw ekonomicznej, społecznej i ekologicznej jednocześnie pozwala efektywniej szacować i zarządzać ryzykiem utraty reputacji czy ryzykiem ekologicznym¹⁸⁹.

Należy zauważyć, że wymienione korzyści są w dużej mierze związane z omawianymi wcześniej czynnikami niematerialnymi, które są obecnie kluczowe dla tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Dowodzi to, iż konieczność uwzględniania interesów interesariuszy nie jest kwestią wyboru, ale staje się warunkiem koniecznym przetrwania i rozwoju. Firmy prowadzące działalność w sposób nieodpowiedzialny narażają się na ryzyko utraty wiarygodności. Wraz z ewentualną utratą reputacji i wiarygodności niszczone jest także ich wartość.

Wyniki ankiet przeprowadzanych przez The Economist Intelligence Unit wśród kierownictwa przedsiębiorstw pokazują, że zależność między wynikami finansowymi a uwzględnianiem omawianych wartości

183 S. Knox, S. Maklan, *Corporate Social Responsibility...*

184 L. Burke, J. M. Logsdon, *How Corporate Social Responsibility Pays Off*, "Long Range Planning", August 1996, Vol. 29; I. Maignan, O. C. Ferrell, *Antecedents and benefits of corporate citizenship: An investigation of French businesses*, "Journal of Business Research" 2001, Vol. 51.

185 M. Hopkins, *Defining indicators to assess socially responsible enterprises...*

186 L. Burke, J. M. Logsdon, *How Corporate Social Responsibility...*

187 J. N. Webb, *Corporate Profits and Social Responsibility: "Subsidization" of Corporate Income Under Charitable Giving Tax Laws*, "Journal of Economics and Business" 1995, Vol. 48.

188 ONZ, *UN Global Compact, Rainforest Alliance: Measuring Business Success from Sustainability Certification*, 2007, https://www.globalcompact.de/sites/default/files/jahr/publikation/un_rainforest_alliance.pdf [dostęp 2.12.2014].

189 WBCSD, *Measuring the impact beyond the bottom line. Why measuring impacts on society makes sense*, 2008, <http://www.wbcsd.org/pages/edocument/edocumentdetails.aspx?id=206> [dostęp 2.12.2014].

pozostaje niejasna¹⁹⁰. Menedżerowie są jednak przekonani, iż znaczenie społecznej odpowiedzialności będzie rosło, a pojawienia się większości ze wspomnianych wcześniej korzyści oczekują w dłuższym okresie. Znamienny wydaje się fakt, że następuje zmiana podejścia w postrzeganiu koncepcji interesariuszy, a społeczna odpowiedzialność biznesu i zrównoważony rozwój zaczynają być traktowane jako integralne elementy strategii przedsiębiorstwa. Pojawiają się postulaty, by nie traktować tych czynników jako tylko i wyłącznie wynikających z konieczności. Zamiast postrzegania ich jako koszt czy ograniczenie, sugeruje się traktować je jako inwestycję w kluczowe kompetencje czy aktywa¹⁹¹. Społeczna odpowiedzialność biznesu nie jest więc tylko narzędziem kreowania wizerunku (*public relations*), a miary ekonomiczne nie powinny być rozpatrywane obok tych dotyczących kwestii społecznych czy ekologicznych¹⁹². Michael Porter i Mark Kramer są zdania, iż oddzielanie kwestii biznesowych od społecznych czyni podejmowane praktyki związane ze społeczną odpowiedzialnością bezowocnymi, ponieważ te dwa obszary wzajemnie od siebie zależą. Według nich wybór między sukcesem przedsiębiorstwa a dobrobytem społecznym nie jest grą o sumie zerowej¹⁹³. Postuluje się, by społeczną odpowiedzialność biznesu rozpatrywać jako element budowania przewagi konkurencyjnej, która może decydować o wynikającym z odpowiedzialności społecznej większym popycie na produkty przedsiębiorstwa, wyższej wiarygodności oraz innowacyjności¹⁹⁴. Społeczna odpowiedzialność biznesu może zatem stanowić integralny element strategii przedsiębiorstwa¹⁹⁵.

Podobnie jednak jak w przypadku zarządzania aktywami niematerialnymi, zarządzanie relacjami z interesariuszami¹⁹⁶, uwzględnianie

190 Economist Intelligence Unit, *Managing for sustainability*, February 2010, http://graphics.eiu.com/upload/eb/Enel_Managing_for_sustainability_WEB.pdf [dostęp 2.12.2014].

191 B. Pearce, *Sustainability and business competitiveness*, 2003, http://www.sproutdesign.co.uk/documents/Sustainability_and_Business_Competitiveness.pdf [dostęp 2.12.2014].

192 Ch. Laszlo, *The Sustainable Company: How to Create Lasting Value through Social and Environmental Performance*, Island Press, Washington 2003, s. XVIII.

193 M. E. Porter, M. R. Kramer, *Strategy and Society: The Link Between Competitive...*

194 P. Gugler, J. Y. J. Shi, *Corporate Social Responsibility for Developing Country Multinational Corporations: Lost War in Pertaining Global Competitiveness?*, "Journal of Business Ethics" 2009, No. 87.

195 M. E. Porter, M. R. Kramer, *Strategy and Society...*

196 Szerzej na temat zarządzania relacjami z interesariuszami: M. Marcinkowska, *Zarządzanie relacjami przedsiębiorstwa z interesariuszami*, [w:] J. Jeżak (red.), *Rozwój teorii i praktyki zarządzania strategicznego – doświadczenia krajowe i międzynarodowe*, PAM Center przy UŁ, Łódź 2003; M. Marcinkowska, *Tworzenie wartości*

wpływu wywieranego przez przedsiębiorstwa na otoczenie, nie jest zadaniem łatwym. Wymaga bowiem głębokich przekształceń w sposobie myślenia i kulturze danej organizacji, ponieważ interes akcjonariuszy nie jest wtedy jedynym, na którym koncentrują się jej wysiłki. Konieczna jest identyfikacja i analiza wszystkich obszarów i podmiotów, z którymi przedsiębiorstwo łączy jakiejkolwiek relacje. Okazuje się, że już samo przeprowadzenie powyższej analizy może przynieść korzyści, ponieważ przedsiębiorstwa często nie mają świadomości wszystkich obszarów i powiązań, na których kształt wywierają wpływ, co może czasami powodować straty oraz problemy w osiągnięciu założonych celów¹⁹⁷. Istotne jest następnie określenie oczekiwań poszczególnych interesariuszy oraz opracowanie narzędzi umożliwiających przygotowanie polityki społecznej odpowiedzialności biznesu, zasad jej monitorowania i kontroli, a także informowania o podejmowanych działaniach. Pomocne mogą w tym być narzędzia podobne do tych wykorzystywanych w obszarze aktywów niematerialnych i kapitału intelektualnego (na przykład *balanced scorecard*)¹⁹⁸.

Podobnie jak inwestorzy oczekują jak najpełniejszej informacji o tworzeniu wartości, tak interesariusze oczekują informacji, jak ich sytuacja jest uwzględniana w decyzjach podejmowanych przez kierownictwo przedsiębiorstwa. Raportowanie kwestii społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju wydaje się być procesem niezbędnym. Omawiane wcześniej korzyści w postaci poprawy wizerunku, zaufania ze strony klientów, społeczności lokalnych czy władz nie wystąpią, jeśli nie będzie właściwej komunikacji z interesariuszami¹⁹⁹. Raportowanie jest narzędziem dialogu z interesariuszami i integralnym elementem społecznie odpowiedzialnego prowadzenia biznesu. Jest to kolejny czynnik stanowiący argument za koniecznością zwiększania przejrzystości spółek.

przedsiębiorstwa dla interesariuszy, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2011, nr 639, „Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia”, nr 37.

197 T. Gasiński, *CSR – ostatni element układanki zwanej biznesem*, „Przegląd Corporate Governance” 2008, nr 4.

198 Z pomocą przedsiębiorstwom przychodzą narzędzia, standardy i wytyczne tworzone przez różne organizacje, jak ONZ, OECD, Global Reporting Initiative, ISO, Accountability.

199 M. Nöthinger, *Budowanie wartości dzięki społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw – spojrzenie z perspektywy biznesu*, 2008, http://www.nu.fob.org.pl/artykul-budowanie-wartoci-dzieki-spolecz-160_746.htm [dostęp 2.12.2014].

1.3. Przejrzystość spółek – koszty i korzyści, wyniki badań

1.3.1. Koszty i korzyści związane ze zwiększaniem przejrzystości spółki

O przejrzystości spółki decyduje terminowe dostarczanie wszystkich istotnych dla odbiorcy informacji, które mają służyć podejmowaniu decyzji. Będą to zatem informacje dotyczące sytuacji finansowej, wyników, tworzenia wartości przedsiębiorstwa, a także informacje na temat wpływu przedsiębiorstwa na otoczenie oraz będące odpowiedzią na oczekiwania interesariuszy. Ostateczna zawartość raportów przekazywanych przez spółki notowane na giełdzie jest wynikiem zarówno regulacji prawnych, jak i indywidualnych decyzji danej spółki. Regulacje prawne określają minimalny zakres informacji, która musi być przekazana odbiorcom. Zwiększanie przejrzystości jest więc przede wszystkim zadaniem zarządu spółki (odpowiedzialnego za jej sprawozdawczość).

Spółka, chcąc zwiększyć użyteczność przekazywanych informacji, może uzupełnić informacje obligatoryjne o dodatkowe dobrowolnie ujawniane informacje. Mogą to być informacje ilościowe, jakościowe, finansowe i pozafinansowe. Mają one być pomocne w zrozumieniu i ocenie osiągniętych przez spółkę wyników, procesów tworzenia wartości oraz prognozie funkcjonowania spółki w przyszłości. Przejrzystość będzie większa także wtedy, gdy oprócz większej ilości informacji ograniczy się ich złożoność czy trudność zrozumienia i interpretacji. Jak już wspomniano, w publikowanych informacjach powinny się znaleźć informacje dla inwestorów, które będą miały głównie charakter ekonomiczny, jak i informacje będące odpowiedzią na oczekiwania pozostałych interesariuszy.

Zwiększanie zakresu i jakości prezentowanych odbiorcom informacji w raportach spółki wymaga poniesienia kosztów. Są one przede wszystkim związane z zebraniem, przetworzeniem oraz prezentacją danych. Duża ich część jest zwykle poniesiona zanim zapadnie decyzja o ich uwzględnieniu w publikowanych na zewnątrz raportach, ponieważ są one wykorzystywane w bieżącym zarządzaniu przedsiębiorstwem. Niemniej koszty te mogą być znaczne (stosowanie skomplikowanych standardów rachunkowości, korzystanie z narzędzi pomiaru aktywów niematerialnych), co powoduje, że zalecenia dotyczące większej przejrzystości

kierowane są głównie do spółek giełdowych²⁰⁰. Oprócz wymienionych istnieje możliwość wystąpienia także kosztów ukrytych, trudnych do zidentyfikowania z uwagi na ich niewymierność oraz subiektywny charakter (są zależne od oceny innych podmiotów). Większa przejrzystość może grozić zmniejszeniem siły przetargowej przedsiębiorstwa wobec dostawców, klientów czy pracowników²⁰¹. Wskazuje się także na możliwość utraty przewagi konkurencyjnej, której stopień zależny będzie od rodzaju, stopnia szczegółowości oraz czasu ujawnienia informacji. Przy czym mogą tu wystąpić sytuacje, gdy zarówno zbyt wysoki, jak i zbyt niski poziom szczegółowości okaże się niekorzystny dla spółki publikującej²⁰². Sugeruje się też, że większa ilość publikowanych informacji (zwłaszcza dobrowolnie) to ryzyko większej liczby bezzasadnych procesów sądowych związanych z prezentowanymi informacjami²⁰³. Należy podkreślić, iż koszty (oraz ewentualne ryzyko) publikacji dodatkowych informacji (wymierne i niewymierne) ponosi spółka. Natomiast odbiorcą informacji są właściciele i pozostali interesariusze, i to oni bezpośrednio mogą odnieść potencjalne korzyści z większej przejrzystości spółki²⁰⁴. Korzyści dla spółki pojawią się zatem jako następstwo bardziej efektywnych decyzji lepiej poinformowanych inwestorów i pozostałych interesariuszy.

Odbiorcy informacji także mogą ponosić koszty, są one związane z zapoznaniem się, interpretacją i analizą większej ilości informacji w raportach, względnie z pozyskaniem nowych umiejętności analizy rozbudowanego raportu zawierającego informacje zarówno ekonomiczne, jak i pozaekonomiczne²⁰⁵.

Konieczność poniesienia dodatkowych kosztów zwiększania przejrzystości spółki oraz potencjalne ryzyka z tym związane muszą być rozważane w kontekście zagrożeń płynących z niedostatecznej przejrzystości. Wśród nich należy wymienić takie, jak²⁰⁶:

200 R. K. Atiase, L. S. Bamber, R. N. Freeman, *Accounting Disclosures Based on Company Size: Regulations and Capital Market Evidence*, "Accounting Horizons", March 1988, No. 2(1).

201 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 82.

202 *Ibidem*, s. 83.

203 FASB, *Improving Business Reporting...*

204 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 79.

205 FASB, *Improving Business Reporting...*

206 M. Gaved, *Closing the Communications Gap: Disclosure and Institutional Shareholders*, ICAEW 1997, <http://www.icaew.com/~media/Files/Technical/Research-and-academics/publications-and-projects/financial-reporting-publications/closing-the-communications-gap.pdf> [dostęp 2.12.2014]; C. Leadbetter, *New measures for the new economy*, 1999, www.oecd.org/dataoecd/16/24/1947910.pdf [dostęp 2.12.2014].

- większa asymetria informacji i ryzyko *insider trading* – brak przejrzystości pozwala na wykorzystanie przez kierownictwo i pracowników spółki (jako strony uprzywilejowane w stosunku do osób z zewnątrz) informacji w celu osiągnięcia korzyści,
- niewłaściwa alokacja kapitału – ograniczona przejrzystość spółki może prowadzić do zniekształconych ocen i nieefektywnych decyzji inwestorów,
- zwiększona zmienność kursów akcji – ograniczona przejrzystość zwiększa niepewność inwestorów, co skutkować może wyższą podatnością cen akcji na zmiany w reakcji na informacje z rynku. Większa zmienność kursów akcji to większe ryzyko dla inwestorów, którzy oczekują wyższego zwrotu, co podnosi koszt kapitału spółki,
- zwiększone ryzyko inwestycyjne – ograniczona przejrzystość powodująca niepewność oraz zmienność cen akcji może zniechęcać inwestorów (obecnych, jak i potencjalnych) do zawierania nowych transakcji, a nawet do wycofania się z inwestowania na rynku giełdowym w ogóle,
- trudności w pozyskaniu kapitału – oceny wiarygodności kredytowej opierają się głównie na analizie finansowej, która nie uwzględnia czynników niematerialnych i kapitału intelektualnego (obecnie kluczowych dla wielu spółek) nieujawnionego w sprawozdaniu finansowym,
- niewłaściwa wycena akcji – brak informacji na temat czynników niematerialnych tworzących wartość spółki może prowadzić do nieuzasadnionego zawyżania cen akcji (inwestorzy pozbawieni informacji przyjmują błędne założenia)²⁰⁷.

Z drugiej strony wskazuje się na korzyści większej przejrzystości, których oczekuje się dla spółek, gospodarki oraz odbiorców informacji (inwestorów i pozostałych interesariuszy). Między innymi są to²⁰⁸:

- większa stabilność finansowa – większa przejrzystość i otwartość spółek rynku giełdowego może zmniejszać ryzyko powstania zawirowań na rynku oraz ryzyko powstania paniki i przenoszenia nastroju uczestników rynku na inne rynki,
- bardziej efektywna alokacja kapitału,

207 Przykładem mogą być zbyt wysoko wyceniane firmy internetowe.

208 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 84; R. G. Eccles, R. H. Herz, E. M. Keegan, D. M. H. Phillips, *The Value Reporting Revolution...*, s. 190; A. Anderson, P. Herring, A. Pawlicki, *EBR: The next step...*; J. E. Boritz, *Maintaining Quality Capital Markets...*; CIMA, *Business Transparency...*; FASB, *Improving Business Reporting...*; Deloitte, *Global capital markets...*; B. Sheridan, *The New Face of Financial Reporting...*

- wyższa płynność rynku kapitałowego – mniejsza asymetria informacji to mniejsza niepewność (i ryzyko), a także niższe koszty transakcyjne,
- wyższe ceny akcji, skorygowanie niewłaściwych wycen akcji – większa przejrzystość ułatwia ocenę i właściwą wycenę spółki, co zwiększa jednocześnie popyt na akcje, na przykład poprzez większe zainteresowanie ze strony inwestorów instytucjonalnych,
- niższy koszt kapitału – wynikający z większej płynności, mniejszej asymetrii informacji, wyższych cen akcji; większa przejrzystość zmniejsza niepewność i premię za ryzyko; inwestorzy są w stanie płacić więcej za akcje, gdy poziom niepewności jest mniejszy i przez to wymagana premia za ryzyko jest również mniejsza²⁰⁹,
- wyższa jakość informacji publikowanych przez spółkę, tym samym większa wiarygodność spółki i jej zarządu (lepsza komunikacja z inwestorami i pozostałymi interesariuszami),
- zwiększenie liczby długoterminowych inwestorów – większa przejrzystość zmniejszająca niepewność pozwala na lepsze zrozumienie strategii spółki i procesów tworzenia wartości w długim okresie, ograniczona jest motywacja inwestorów, by koncentrować się na wynikach i prognozach krótkoterminowych i oczekiwać wysokiej rentowności w krótkim terminie,
- większe prawdopodobieństwo efektywnych decyzji inwestycyjnych, mniejsze ryzyko podjęcia „złej” decyzji przez inwestora,
- dodatkowy efekt inwestycyjny wynikający z korzystania przez spółkę z tańszego kapitału,
- większe zainteresowanie i przychylność analityków giełdowych,
- zmniejszenie zmienności kursów akcji,
- większy dostęp spółki do bardziej płynnych rynków o mniejszej zmienności cen,
- mniejsze prawdopodobieństwo interwencji organów regulujących funkcjonowanie rynku,
- mniejsze ryzyko procesów sądowych związanych z niewłaściwym podawaniem informacji,
- wsparcie decyzji zarządu – generowanie informacji dla inwestorów może skutkować pozyskaniem lub identyfikacją wcześniej niegenerowanych informacji dla zarządu, które mogą pomóc w lepszej alokacji kapitału i zasobów spółki (na przykład dotyczących aktywów niematerialnych czy relacji z interesariuszami).

209 N. Foster, *The FASB and the Capital Markets*, 2003, http://www.fasb.org/articles&reports/Foster_FASBReport.pdf [dostęp 2.12.2014].

Zwolennicy zwiększania przejrzystości uważają, że potencjalne korzyści przeważają nad kosztami i zagrożeniami z niej płynącymi. Niemniej to, czy działania spółek przyczynią się do powstania omówionych korzyści, jest zależne od postrzegania przekazywanych informacji przez ich odbiorców. Oni są w stanie określić, czy poniesione przez sprawozdającego koszty w związku z tworzeniem i prezentacją informacji o szerszym zakresie i wyższej jakości umożliwiły bardziej efektywną ocenę i wycenę spółki. Z tego powodu ważne jest, by zwiększanie przejrzystości polegało na prezentacji istotnych dla odbiorców informacji – zarówno dotyczących czynników ekonomicznych, jak i pozaekonomicznych²¹⁰. Nadto zwraca się uwagę, że potencjalne korzyści mogą pojawić się dopiero w dłuższym okresie²¹¹.

1.3.2. Przegląd badań dotyczących ujawnień i przejrzystości

Korzyści związane z poziomem przejrzystości spółek są przedmiotem wielu badań. Niektóre z nich potwierdzają występowanie omawianych zalet na wielu rynkach kapitałowych na całym świecie. Przedmiotem zainteresowania badaczy są głównie kwestie kosztu kapitału i asymetrii informacji oraz ich relacje z jakością i ilością informacji ujawnianych przez spółki giełdowe. Istotnymi wynikami badań, w kontekście badań relacji przejrzystości spółki i wybranych miar ekonomicznych, są te, które potwierdzają, iż większa przejrzystość spółki, osiągnięta poprzez dobrowolnie ujawnianie dodatkowe informacje, znajduje odzwierciedlenie w kursie akcji spółki²¹². Im wyższy poziom dobrowolnych ujawnień, tym więcej informacji zawartych jest w kursie akcji (przykładowo dotyczących przyszłych wyników spółki)²¹³. Innymi słowy kurs akcji niesie ze sobą więcej informacji. Wykazano także istotną rolę, jaką odgrywa większa ilość publikowanych informacji generowanych przez system rachunkowości w podejmowaniu decyzji i wycenie spółki przez inwestorów. Zwiększanie przejrzystości ma więc znaczenie dla lepszej wyceny spółki przez rynek²¹⁴.

210 R. G. Eccles, R. H. Herz, E. M. Keegan, D. M. H. Phillips, *The Value Reporting Revolution...*, s. 6.

211 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 79.

212 K. S. Haggard, X. Martin, R. Pereira, *Does Voluntary Disclosure Improve Stock Price Informativeness?*, "Financial Management", Winter 2008.

213 D. S. Gelb, P. Zarowin, *Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices*, "Review of Accounting Studies" 2002, 7 March.

214 H. C. Wang, H. J. Chang, *Value-Relevance of Accounting Earnings: Accounting Information Transparency and Stock Returns*, "The Journal of 21st Century Accounting", Winter/Spring 2008, Vol. 8, Issue 1.

Dowodzono ponadto, że wzrost transparentności pozytywnie wpływa na dbałość zarządu o jakość sprawozdania finansowego²¹⁵.

Najczęściej wykazywaną zależnością jest niższy koszt kapitału dla spółek o większej przejrzystości. Koszt kapitału jest tym niższy, im więcej i wyższej jakości informacji publikuje spółka²¹⁶. Badania pokazują, że większa przejrzystość spółki (więcej ujawnień) wpływa na mniejszą asymetrię informacji oraz mniejsze koszty transakcyjne dla inwestorów, co skutkuje bardziej płynnym rynkiem oraz większym popytem na akcje danej spółki (ze strony dużych inwestorów)²¹⁷. Inwestorzy płacą mniej za akcje, które wymagają poniesienia wyższych kosztów transakcyjnych, co podnosi koszt kapitału dla spółki²¹⁸. Większa przejrzystość spółki zmniejsza niepewność inwestorów (przykładowo co do rozkładu przyszłych wyników spółki²¹⁹), którzy są w stanie płacić więcej za takie akcje i tym samym obniża się koszt kapitału²²⁰. Asymetria informacji między inwestorami (posiadającymi dużo i mało informacji) powoduje, iż ci o mniejszym dostępie do informacji oczekują premii za straty, które mogą być wynikiem zawierania transakcji z inwestorami o większym dostępie do informacji. Z tego powodu koszt kapitału dla spółek o mniejszej przejrzystości (mniejszej ilości dostępnej informacji) jest wyższy. Ujawnianie większej ilości informacji zwiększa popyt na akcje i jednocześnie powoduje, że informacje są lepiej odzwierciedlone przez kurs akcji. To z kolei zmniejsza oczekiwania wspomnianej premii przez inwestorów o mniejszym dostępie do informacji, co również zmniejsza koszt kapi-

215 Y. Yeh, H. Chen, M. Wu, *Can Information Transparency Improve Earnings Quality Attributes? Evidence from an Enhanced Disclosure Regime in Taiwan*, "Emerging Markets Finance & Trade" 2014, Vol. 50, No. 4, s. 237–253.

216 R. Lambert, C. Leuz, R. E. Verrecchia, *Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital*, "Journal of Accounting Research", May 2007, Vol. 45, No. 2; C. Leuz, R. E. Verrecchia, *The Economic Consequences of Increased Disclosure*, "Journal of Accounting Research" 2000, Vol. 38, Supplement; D. Easley, M. O'Hara, *Information and the cost of capital*, "The Journal of Finance" 2004, No. 59(4), s. 1553–1583.

217 D. Diamond, R. E. Verrecchia, *Disclosure, liquidity and the cost of capital*, "The Journal of Finance" 1991, Vol. 46, Issue 4, s. 1325–1360; P. M. Healy, A. P. Hutton, K.G. Palepu, *Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure*, "Contemporary Accounting Research", Fall 1999, Vol. 16, Issue 3, s. 485–520.

218 C. Botosan, *Disclosure and the cost of capital: What do we know?*, "Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum" 2006, s. 31–40.

219 P. Clarkson, J. Guedes, R. Thompson, *On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", March 1996, Vol. 31, No. 1; M. Spiegel, A. Subrahmanyam, *Asymmetric Information and News Disclosure Rules*, "Journal of Financial Intermediation" 2000, No. 9.

220 R. J. Bloomfield, T. J. Wilks, *Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital*, "Accounting Review", January 2000, Vol. 75, Issue 1.

tału²²¹. Zwraca się także uwagę, iż większa przejrzystość ogranicza negatywny wpływ dużych transakcji na kurs akcji²²². Dowiedziono również, że niższy koszt kapitału może zależeć od dokładności informacji nie tylko publicznie dostępnej, ale także informacji prywatnej²²³. Spadek kosztu kapitału odnotowano także dla spółek, które chcąc pozyskiwać kapitał na kilku zagranicznych giełdach, zwiększały swoją przejrzystość²²⁴.

Badania potwierdzają, że sposobem na zmniejszenie asymetrii informacji może być dobrowolne publikowanie dodatkowych informacji dla inwestorów²²⁵. Podkreśla się, iż należy zredukować asymetrię informacji nawet wtedy, gdy rynki kapitałowe są średnio efektywne. Zarząd spółki dysponuje większą ilością informacji niż zewnętrzni inwestorzy. Inwestorzy, którzy nie uczestniczą aktywnie w nadzorze korporacyjnym, opierają się w ocenie wyników i perspektyw spółki głównie na publikowanych przez spółkę raportach. Mechanizmami ograniczającymi asymetrię informacji są standardy rachunkowości i sprawozdawczości oraz audyt potwierdzający wiarygodność raportu. Jednak nie są one wystarczające, by wyeliminować lukę informacji między inwestorami a zarządem. Z tego powodu niektórzy autorzy uznają za wskazane dobrowolne ujawnianie dodatkowych informacji²²⁶. Dodatkowe opisy uzupełniające sprawozdanie finansowe okazują się szczególnie przydatne w przypadku prezentacji pozycji, których specyficznej natury rachunkowość nie jest w stanie ukazać. Badania pokazują, że ma to znaczenie na przykład przy przedstawianiu inwestycji w badania i rozwój²²⁷.

Dowiedziono negatywnej korelacji pomiędzy jakością dobrowolnie publikowanych przez zarząd prognoz wyników spółki a kosztem kapitału własnego. Mniej dokładne, pesymistyczne i wskazujące na powstanie straty prognozy wpływały na wyższy koszt kapitału własnego w okresie

221 D. Easley, M. O'Hara, *Information and the cost of capital...*

222 D. Diamond, R. E. Verrecchia, *Disclosure, liquidity and the cost of capital...*; P. M. Healy, A. P. Hutton, K. G. Palepu, *Stock Performance and Intermediation Changes...*

223 C. A. Botosan, M. A. Plumlee, Y. Xie, *The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital*, "Review of Accounting Studies" 2004, No. 9, s. 233–259.

224 T. V. Eaton, J. R. Nofsinger, D. G. Weaver, *Disclosure and the cost of equity in international cross-listing*, "Rev Quant Finan Acc" 2007, No. 29, s. 1–24.

225 C. Petersen, T. Plenborg, *Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark*, "Journal of International Accounting Auditing & Taxation" 2006, Vol. 15, Issue 2; T. Sieber, B. Weißenberger, T. Oberdörster, J. Baetge, *Let's talk strategy: the impact of voluntary strategy disclosure on the cost of equity capital*, "Business Research" 2014, Vol. 7, No. 2, s. 263–312.

226 P. M. Healy, K. G. Palepu, *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, "Accounting Horizons", March 1993, Vol. 7, No. 1.

227 K. J. Merkley, *Narrative Disclosure and Earnings Performance: Evidence from R&D Disclosures*, "Accounting Review" 2014, No. 89 (2), s. 725–757.

po ogłoszeniu prognozy. Im więcej jednak informacji zawierała prognoza oraz im bardziej była terminowa, tym bardziej omawiana relacja negatywna słabła²²⁸.

Wykazano, że zainteresowanie analityków daną spółką wpływa na istnienie korelacji pomiędzy jakością informacji finansowych przekazywanych przez spółkę a kosztem kapitału własnego. Największe korzyści w postaci zmniejszenia kosztu kapitału odnoszą spółki zwiększające swoją przejrzystość, ale które wcześniej były w niewielkim stopniu przedmiotem zainteresowania analityków²²⁹. Badania spółek, których działanie jest uważnie obserwowane i oceniane przez analityków, nie wykazały zależności między kosztem kapitału a wzrostem ich przejrzystości²³⁰.

Wykazano, że wyższa przejrzystość sprawozdawczości finansowej (jakość i dostępność sprawozdania finansowego) w postaci wyższej jakości publikowanego wyniku finansowego wpływa na niższy koszt kapitału (zarówno historyczny, jak i *ex ante*)²³¹. Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego skłoniły do badań, w ramach których wykazano, iż przejrzystość sprawozdawczości finansowej jest istotnym czynnikiem stabilizującym rynki giełdowe²³².

Niektórzy autorzy wskazują jednak, że mimo rozległych badań, spadek kosztu kapitału w wyniku mniejszej asymetrii informacji nie może zostać uznany za jednoznacznie (bezsprzecznie) empirycznie potwierdzony²³³. Badania spółek, które dobrowolnie ujawniały dodatkowe informacje dla inwestorów zgodnie z rekomendacjami FASB, wykazały brak wpływu ujawnień na niższy koszt kapitału własnego *ex ante*²³⁴. Co istotne, to samo badanie pokazało jednocześnie negatywną zależność między

228 K. C. Rakow, *The effect of management earnings forecast characteristics on cost of equity capital*, "Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting", June 2010, Vol. 26, Issue 1.

229 A. J. Richardson, M. Welker, *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*, "Accounting, Organizations and Society" 2001, No. 26, s. 597–616.

230 C. Botosan, *Disclosure level and the cost of equity capital*, "The Accounting Review" 1997, Vol. 72, No. 3, s. 323–349.

231 M. E. Barth, Y. Konchitchki, W. B. Landsman, *Cost of Capital and Earnings Transparency*, January 2013, Journal of Accounting & Economics (JAE), Forthcoming, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 2015, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 48, <http://ssrn.com/abstract=1348245> [dostęp 2.12.2014].

232 J. Kim, L. Zhang, *Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks*, "Contemporary Accounting Research" 2014, Vol. 31, No. 3, s. 851–875.

233 R. Verrecchia, *Essays on disclosure...*

234 J. Legoria, J. Boone, W. W. Stammerjohan, *The economic benefits of FASB's recommended disclosures: Evidence from the pharmaceutical industry*, "Advances

jakością ujawnień a asymetrią informacji (której miernikiem był *bid-ask spread*). Niektóre wyniki badań są sprzeczne z założeniem negatywnej zależności kosztu kapitału i jakości ujawnień. Przykładowo wykazano, że im bardziej terminowe jest publikowanie informacji przez spółkę, tym wyższy koszt kapitału, co zinterpretowano jako sprzeczne z teorią, ale zgodne z opiniami menedżerów, którzy byli zdania, iż im więcej terminowych ujawnień, tym koszt kapitału może być wyższy (prawdopodobnie poprzez zwiększoną zmienność kursu akcji)²³⁵. Opublikowano również badania prezentujące warunki, w których można wykazać pozytywną, jak i negatywną relację między jakością ujawnień a kosztem kapitału²³⁶.

Badania opinii dyrektorów finansowych pokazują, że związek między jakością informacji publikowanej przez spółki a kosztem kapitału nie jest jasny w przypadkach, gdy spółka osiągnie pewien poziom przejrzystości (zakres ujawnień). Korzyści w postaci niższego kosztu kapitału występują tylko przy wzroście przejrzystości spółki do pewnego poziomu, powyżej którego efekt ten nie ma miejsca²³⁷. Badani dyrektorzy zauważają natomiast, iż celem zwiększania poziomu i jakości ujawnień może być budowa zaufania i reputacji spółki w oczach inwestorów. To z kolei pośrednio może wpływać na ograniczanie kosztu kapitału własnego.

Niektórzy autorzy badań zwracają uwagę, że stopień wzrostu kursu akcji wskutek redukcji asymetrii informacji jest większy, jeśli początkowo asymetria ta była duża. Dowodzą oni jednocześnie, iż redukcja asymetrii informacji jest wskazana tylko do pewnego poziomu²³⁸.

Przedmiotem badań jest również relacja między jakością publikowanych informacji a kosztem finansowania zewnętrznego. Badania spółek w 34 krajach (oprócz Stanów Zjednoczonych) wykazały istnienie negatywnej zależności między poziomem ujawnień a kosztem kapitału własnego i kosztem finansowania zewnętrznego. Zależności te przy tym wystąpiły niezależnie od różnic w otoczeniu gospodarczym i regulacjach w poszczególnych krajach²³⁹. Dowiedziono w innym opracowaniu, że im

in Accounting, incorporating Advances in International Accounting” 2008, No. 24, s. 202–212.

235 C. Botosan, M. A. Plumlee, *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, “Journal of Accounting Research”, March 2002, Vol. 40, No. 1.

236 P. Gao, *Disclosure Quality, Cost of Capital, and Investor Welfare*, “Accounting Review”, January 2010, Vol. 85, Issue 1, s. 1–29.

237 S. Armitage, C. Marston, *Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors*, “The British Accounting Review” 2008, No. 40.

238 D. Diamond, R. E. Verrecchia, *Disclosure, liquidity and the cost of capital...*

239 J. R. Francis, I. K. Khurana, R. Pereira, *Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World*, “The Accounting Review”, October 2005, Vol. 80, No. 4.

wyższa jest jakość (szczegółowość i terminowość) ujawnień spółki w ocenie analityków, tym niższy koszt emisji długu²⁴⁰. Szczegółowe ujawnienia ograniczają postrzeganie ryzyka niewypłacalności przez pożyczkodawców i gwarantujących emisję.

Empirycznie potwierdzono również istotność pozytywnej zależności między przejrzystością a efektywnością spółki²⁴¹. Jednocześnie inna praca wskazała, iż od poziomu przejrzystości (zwiększanej poprzez dobrowolne ujawnienia informacji) zależy poziom efektywności całego rynku (pozytywna relacja)²⁴².

Badaniu podlega także sam proces zwiększania przejrzystości. Przejrzystość wiąże się z koniecznością publikowania wszystkich istotnych informacji. Zatem będą to zarówno informacje korzystne, jak i niekorzystne z punktu widzenia spółki, jak i inwestorów. Badania pokazują, że menedżerowie mają tendencję do opóźniania publikowania informacji niekorzystnych i bezzwłocznego podawania informacji korzystnych (także zbyt wczesnego w formie przecieku)²⁴³. Badania pokazują również, że zdecydowanie więcej jest ujawnień informacji korzystnych niż informacji niekorzystnych²⁴⁴. Zarządy spółek twierdzą, iż istotnym problemem podczas podejmowania decyzji o podaniu lub niepodaniu danej informacji jest niepewność co do reakcji rynku. Niepewność ta jest istotnym czynnikiem kształtującym politykę przekazywania informacji przez spółki²⁴⁵. Spółki przekazują dobrowolnie informacje, by zwiększyć przejrzystość, ale jednocześnie badania wykazały, iż unikają takich praktyk publikacji informacji, które mogłyby być trudne do powtórzenia i kontynuacji w przyszłości²⁴⁶. Motywem do niepublikowania informacji (niezwiększania przejrzystości spółki) może być także obawa za-

240 P. Sengupta, *Corporate disclosure quality and the cost of debt*, "Accounting Review", October 1998, Vol. 73, Issue 4.

241 L. C. Chi, *Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market*, "Expert Systems with Applications" 2009, No. 36, s. 11198–11203.

242 J. R. Dietrich, S. J. Kachelmeier, D. N. Kleinmuntz, T. J. Linsmeier, *Market Efficiency, Bounded Rationality, and Supplemental Business Reporting Disclosures*, "Journal of Accounting Research" 2001, Vol. 39, No. 2.

243 S. P. Kothari, S. Shu, P. D. Wysocki, *Do Managers Withhold Bad News?*, "Journal of Accounting Research", March 2009. Vol. 47, Issue 1, s. 241.

244 E. Dedman, S. W. J. Lin, A. J. Prakash, C. H. Chang, *Voluntary disclosure and its impact on share prices: Evidence from the UK biotechnology sector*, "Journal of Accounting and Public Policy", May–June 2008, Vol. 27, Issue 3.

245 S. Dutta, B. Trueman, *The Interpretation of Information and Corporate Disclosure Strategies*, "Review of Accounting Studies", March 2002, Vol. 7, No. 1.

246 J. Graham, C. Harvey, S. Rajgopal, *The economic implications of corporate financial reporting*, "Journal of Accounting and Economics" 2005, No. 40, s. 3–73.

rzędu, iż ujawnienie informacji niepewnej może skutkować procesami sądowymi. Wskazuje się także na obawy wykorzystania informacji przez konkurencję²⁴⁷. Niektóre badania pokazują, że koszty ujawnień związane z generowaniem i publikacją informacji są dla spółek bardzo istotne, ale najistotniejsze są te niewymierne, wynikające z ryzyka ze strony konkurencji²⁴⁸.

Zaletami większej przejrzystości wskazywanymi przez dyrektorów finansowych było zwiększanie reputacji spółki oraz zaufania inwestorów. Przy czym badane spółki wskazały, że traktują te korzyści jako cele zwiększania przejrzystości (a nie jako środki do obniżenia kosztu kapitału)²⁴⁹. Ponadto jako główne koszty zwiększania przejrzystości uznano te związane z generowaniem informacji oraz z czasem poświęconym przez zarząd. Nie obawiano się jednak wykorzystania informacji przez konkurencję (jak w omawianym wyżej badaniu), co wynikać może z funkcjonowania niepisanych reguł w poszczególnych branżach co do ujawniania lub nie określonych informacji²⁵⁰. Badania spółek katarskich wykazały, że spółki publikują dobrowolne ujawnienia w celu zwiększenia zaufania inwestorów i pozostałych interesariuszy²⁵¹.

Jako zaletę większej przejrzystości sprawozdania finansowego spółki wskazano w jednym z opracowań ograniczenie zjawiska manipulowania wynikami (*earnings management*). Dyrektorzy finansowi z badanych spółek byli zdania, że przy wysokim poziomie przejrzystości spółki manipulowanie wynikami (przykładowo w celu osiągnięcia lub przekroczenia prognozowanych wyników) może skutkować obniżeniem ceny akcji oraz zniszczeniem reputacji spółki²⁵².

Kolejną zależnością, potwierdzoną empirycznie, jest wyższe ryzyko systematyczne, wyrażone za pomocą wskaźnika beta dla spółek

247 R. Lundholm, M. Van Winkle, *Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence*, "Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum" 2006, s. 43–48.

248 C. Leuz, *Proprietary versus Non-Proprietary Disclosures: Evidence from Germany*, 2003, <http://ssrn.com/abstract=99861> [dostęp 2.12.2014]; A. Prencipe, *Proprietary Costs and Voluntary Segment Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies*, "European Accounting Review" 2004, Vol. 13, No. 2, s. 319–340.

249 S. Armitage, C. Marston, *Corporate disclosure, cost of capital and reputation...*

250 *Ibidem*.

251 M. Hossain, H. Hammami, *Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar*, "Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting" 2009, No. 25, s. 255–265.

252 J. E. Hunton, R. Libby, C. R. Mazza, *Financial Reporting Transparency and Earnings Management*, 28 October 28, 2004, <http://ssrn.com/abstract=501547> [dostęp 2.12.2014].

o mniejszej przejrzystości²⁵³ oraz dla spółek, na których temat dostępna jest mniejsza ilość informacji²⁵⁴.

Im więcej informacji dostępne jest dla inwestora, tym wyżej wyceniane²⁵⁵ są akcje danej spółki i wyższe są również oczekiwane stopy zwrotu²⁵⁶ z inwestycji w akcje danej spółki. Pozytywną relację między przejrzystością a wyceną rynkową spółki wskazały badania chińskich spółek²⁵⁷. Wykazano przy tym, iż po uprzednim podziale na ujawnienia obowiązkowe i dobrowolne, na wyższą wycenę wpływ miały tylko ujawnienia dobrowolne.

Udowodniono też, że zwiększanie przejrzystości poprzez dobrowolne ujawnienia informacji na temat ryzyka skutkuje niższym współczynnikiem beta i niższą premią za ryzyko w porównaniu ze spółkami, które takich informacji nie publikują²⁵⁸. Inne badanie ujawniło pozytywną zależność między jakością raportów rocznych spółki a występowaniem ponadprzeciętnych stóp zwrotu²⁵⁹.

Przedmiotem badań jest charakterystyka spółek publikujących dodatkowe informacje dla inwestorów. Badania przeprowadzone na spółkach notowanych we Francji wykazały zróżnicowanie w zakresie ujawniania dobrowolnie informacji zależnie od wielkości spółki, obecności na zagranicznych rynkach, i od kosztów ujawnień (*proprietary costs*). Jednocześnie wykazano brak związku poziomu ujawnień z dźwignią, stopniem rozproszenia akcjonariatu czy rozmiarem firmy badającej sprawozdanie danej spółki. Dla badanych spółek bardzo istotnym czynnikiem kształtującym strategię ujawniania informacji było potencjalne ryzyko wykorzystania informacji przez konkurencję (przykładowo o wprowadzaniu nowych produktów). Wskazywano na konieczność znalezienia

253 T. V. Eaton, J. R. Nofsinger, D. G. Weaver, *Disclosure and the cost of equity...*

254 C. B. Barry, J. S. Brown, *Differential Information and Security Market Equilibrium*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", December 1985, Vol. 20, No. 4.

255 P. Handa, S. Linn, *Arbitrage pricing with estimation risk*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", March 1993, Vol. 28, No. 1.

256 J. Coles, U. Loewenstein, U. J. Suay, *On equilibrium pricing under parameter uncertainty*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", September 1995, Vol. 30, No. 3.

257 Y. L. Cheung, P. Jiang, W. Tan, *A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies*, "Journal Account. Public Policy" 2010, No. 29, s. 259–280.

258 B. N. Jorgensen, M. T. Kirschenheiter, *Discretionary risk disclosures*, "The Accounting Review", April 2003, No. 78.

259 B. Caramanolis-Cotelli, L. Gardiol, R. Gibson-Asner, N. S. Tuchschnid, *Are Investors Sensitive to the Quality and the Disclosure of Financial Statements*, "European Finance Review" 1999, No. 3.

kompromisu między korzyścią w postaci zmniejszenia asymetrii informacji a ryzykiem udostępnienia informacji konkurencji²⁶⁰.

Inne badania wskazują, że na poziom dobrowolnych ujawnień mogą wpływać: historia firmy, osobowość prezesa spółki, rozmiar spółki, pozycja na rynku kapitałowym i produktów. Opisywane były także przypadki, gdy ujawnianie informacji wynikało z norm branżowych, także tych niepisanych, przykładowo wykreowanych przez prasę finansową (poprzez nagrody za raporty roczne) lub stworzonego modelu raportowania przez pojedynczą spółkę, który następnie wykorzystywały inne spółki (podając w raporcie, której spółki model raportowania wykorzystano)²⁶¹.

Na poziom przejrzystości spółki wpływ może także wywierać otoczenie prawne. Wykazano, iż spółki funkcjonujące w środowisku o mniejszych wymogach prawnych dobrowolnie publikują więcej informacji. Pozytywna relacja poziomu ujawnień została także stwierdzona w odniesieniu do poziomu globalizacji spółki (mierzonego za pomocą obrotów z zagranicą, obecności na zagranicznych giełdach, liczby zagranicznych oddziałów)²⁶².

Badania dowodzą zależności między skutecznością mechanizmów nadzoru korporacyjnego a publikowanymi przez spółkę informacjami. Wykazano, że im wyższa jakość raportów przekazywanych przez spółki inwestorom, tym mniejsze możliwości mają osoby wewnątrz spółki do wykorzystania przewagi nad osobami z zewnątrz²⁶³. Inne opracowanie wskazało, iż ilość informacji publikowanych przez spółkę pozytywnie zależy od stopnia, w jakim wynagrodzenie członków zarządu jest zależne od kursu akcji oraz od liczby akcji spółki posiadanych przez te osoby²⁶⁴. Badania dowiodły także, iż poziom dobrowolnych ujawnień zależy pozytywnie od liczby niezależnych (od członków zarządu) członków rady

260 F. Depoers, *A cost-benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies*, "The European Accounting Review" 2000, Vol. 9, No. 2.

261 M. Gibbins, A. Richardson, J. Waterhouse, *The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes*, "Journal of Accounting Research", Spring 1990, Vol. 28, No. 1.

262 K. A. Webb, S. F. Cahan, J. Sun, *The effect of globalization and legal environment on voluntary disclosure*, "The International Journal of Accounting" 2008, No. 43, s. 219–245.

263 P. Huang, Y. Zhang, *Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from the Diversion of Corporate Resources*, "The Accounting Review", January 2012, Vol. 87, No. 1, s. 199–229.

264 V. Nagar, D. Nanda, P. Wsocki, *Discretionary disclosure and stock-based incentives*, "Journal of Accounting and Economics", January 2003, Vol. 34, Issues 1–3.

dyrektorów (rady nadzorczej). Większa liczba takich osób skutkuje bowiem większą kontrolą nad działaniem zarządu²⁶⁵.

Badania przeprowadzone wśród spółek brytyjskich potwierdziły, że podmioty, które zamierzają pozyskiwać kapitał poprzez nowe emisje akcji lub obligacji, mają tendencję do prezentowania większej ilości informacji. Przy czym badanie wykazało, że podnosi to jednocześnie rentowność spółki²⁶⁶. Z kolei badania spółek chińskich wykazały, iż większej ilości dobrowolnych ujawnień dokonują także spółki, które mają zamiar pozyskiwać kapitał na giełdach zagranicznych²⁶⁷.

Badaniom podlegają także inne obszary ujawnień zwiększające przejrzystość. Przykładowo potwierdzono negatywną zależność między poziomem dobrowolnych ujawnień na temat kapitału intelektualnego a kosztem kapitału własnego, kosztem długu oraz poziomem asymetrii informacji²⁶⁸. W innej z prac dowiedziono, że na redukcję kosztu kapitału własnego mają wpływ ujawnienia na temat kapitału ludzkiego oraz strukturalnego²⁶⁹. Wykazano w innym badaniu pozytywny wpływ tych ujawnień na wycenę rynkową spółki²⁷⁰. Informacje na temat aktywów niematerialnych są wykorzystywane przez ich odbiorców i są istotne dla wyceny spółki²⁷¹. Uwzględnianie tych informacji jako dodatkowych do tych pochodzących z systemu rachunkowości pomaga uczestnikom rynku identyfikować te spółki, których wartości są niedoszacowane lub przeszacowane²⁷².

265 L. Patelli, A. Prencipe, *The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder*, "European Accounting Review" 2007, Vol. 16, No. 1, s. 5–33.

266 G. Iatridis, *Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market*, "International Review of Financial Analysis" 2008, No. 17, s. 219–241.

267 M. J. Ferguson, K. C. K. Lam, G. M. Lee, *Voluntary Disclosure by State-owned Enterprises Listed on the Stock Exchange of Hong Kong*, "Journal of International Financial Management and Accounting" 2002, No. 13.

268 R. Orens, W. Aerts, N. Lybaert, *Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value*, "Management Decision" 2009, Vol. 47, No. 10.

269 M. Ali Boujelbene, H. Affes, *The impact of intellectual capital disclosure on cost of equity capital: A case of French firms*, "Journal Of Economics, Finance & Administrative Science" 2013, Vol. 18, No. 34, s. 45–53.

270 M. J. Abdolmohammadi, *Intellectual capital disclosure and market capitalization*, "Journal of Intellectual Capital" 2005, Vol. 6, No. 3.

271 A. Ritter, P. Wells, *Identifiable intangible asset disclosures, stock prices and future earnings*, "Accounting and Finance", Clayton, December 2006, Vol. 46, Issue 5, s. 843.

272 C. Mandl, S. Lobe, K. Röder, *Fundamental Valuation of Extra-Financial Information*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1004755> [dostęp 2.12.2014].

Badano też istotność ujawnień z zakresu czynników społecznych, środowiskowych i nadzoru korporacyjnego (ESG – *environmental, social and governance*). Wykazano, że z tych trzech obszarów najistotniejsze dla odbiorców są te dotyczące nadzoru korporacyjnego. Informacje z obszaru społecznego oraz środowiskowego są jednak również traktowane jako ważne i wykorzystywane przez inwestorów i analityków. Co więcej, niektóre z ujawnień społecznych i środowiskowych zaczynają przenikać do obszaru zainteresowania inwestorów i analityków głównego nurtu, podczas gdy wcześniej były one przedmiotem analizy głównie podmiotów skoncentrowanych na inwestycjach społecznie odpowiedzialnych²⁷³. Badania pokazały, że poziom ujawnień na temat społecznej odpowiedzialności biznesu ma związek z funkcjonowaniem wewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, zwiększając ich skuteczność w kontekście dbałości o interesy różnych interesariuszy (nie tylko akcjonariuszy)²⁷⁴. Ujawnienia te okazują się być wykorzystywane przez odbiorców także do oceny wiarygodności sprawozdania finansowego²⁷⁵. Wspomniany wcześniej efekt obniżania kosztu kapitału występuje również w przypadku ujawnień społecznych. Badanie przeprowadzone na podmiotach z 31 krajów wskazało, że poziom tych ujawnień jest negatywnie skorelowany z kosztem kapitału własnego. Ponadto autorzy sugerują, iż nawet w przypadku ograniczonej transparentności danych finansowych to właśnie informacje pozafinansowe z obszaru społecznej odpowiedzialności biznesu mogą wpłynąć na redukcję kosztu kapitału²⁷⁶. Tym samym badacze wskazują, że inwestowanie w relacje z pracownikami, polityki i produkty ekologiczne ma uzasadnienie ekonomiczne²⁷⁷.

273 Radley Yeldar, *The value of extra-financial disclosure. What investors and analysts said*, 2012, <http://www.accountingforsustainability.org/wp-content/uploads/2012/07/What-investors-and-analysts-said-The-value-of-extra-financial-disclosure.pdf> [dostęp 2.12.2014].

274 M. Jizi, A. Salama, R. Dixon, R. Stratling, *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from the US Banking Sector*, "Journal Of Business Ethics" 2014, Vol. 125, No. 4, s. 601–615.

275 L. Wang, B. Tuttle, *Using corporate social responsibility performance to evaluate financial disclosure credibility*, "Accounting & Business Research (Taylor & Francis)" 2014, Vol. 44, No. 5, s. 523–544.

276 D. Dhaliwal, O. Li, A. Tsang, Y. Yang, *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency*, "Journal Of Accounting & Public Policy" 2014, Vol. 33, No. 4, s. 328–355.

277 S. El Ghouli, O. Guedhami, C. Kwok, D. Mishra, *Does corporate social responsibility affect the cost of capital?*, "Journal Of Banking & Finance" 2011, Vol. 35, No. 9, s. 2388–2406.

Tabela 1. Podsumowanie wyników badań nad przejrzystością spółek

Autor	Rok	Zakres badania	Wyniki badania
M. Gibbins, A. Richardson, J. Waterhouse ^a	1990	Wywiad z pracownikami 20 przedsiębiorstw kanadyjskich	Wykazano, że na politykę ujawnień mają wpływ: rodzaj branży, historia firmy, wyzniki finansowe, osoba i preferencje prezesa, rozmiar przedsiębiorstwa.
D. Diamond, R. E. Verrecchia ^b	1991	Rozważania teoretyczne – budowa modelu	Dowiedziano, że zwiększanie poziomu ujawnień powoduje ograniczenie asymetrii informacji. To z kolei zwiększa popyt na akcje ze strony dużych inwestorów instytucjonalnych, co wpływa na obniżenie kosztu kapitału. Jednocześnie zauważono, iż redukcja asymetrii informacji jest wskazana tylko do określonego poziomu.
C. A. Botosan ^c	1997	Badano zawartość raportów rocznych za 1990 rok 122 spółek produkcyjnych	Dowiedziano, że w przypadku spółek o niskim zainteresowaniu analityków, wyższy poziom ujawnień ma negatywny wpływ na koszt kapitału własnego. Brak takiego efektu dla spółek o dużym zainteresowaniu analityków.
P. Sengupta ^d	1998	Badano ocenę ujawnień publikowaną przez AIMR dla 114 przedsiębiorstw za lata 1987–1991	Wykazano negatywną zależność między poziomem i jakością ujawnień a kosztem emisji długu.
P. M. Healy, A. P. Hutton, K. G. Palepu ^e	1999	Badano ocenę ujawnień publikowaną przez AIMR w latach 1980–1990 dla 97 przedsiębiorstw	Dowiedziano, że wzrost ujawnień prowadzi do wyższych stóp zwrotu, większego zainteresowania ze strony inwestorów instytucjonalnych oraz większej płynności akcji.
B. Caramanolis- Cotelli, L. Gardiol, R. Gibson-Asner, N. S. Tuschmidt ^f	1999	Badano raporty roczne za lata 1986–1993 37 szwajcarskich spółek giełdowych	Wykazano, że wyższa jakość sprawozdania finansowego skutkuje ponadprzeciętnymi stopami zwrotu z akcji.
C. Leuz, R. E. Verrecchia ^g	2000	Badano ujawnienia 102 niemieckich spółek wchodzących w skład indeksu DAX w 1998 roku	Badaniu podlegał efekt przejścia z niemieckich przepisów rachunkowości na standardy międzynarodowe, co zwiększyło poziom ujawnień spółek. Dowiedziano pozytywnego efektu wpływu wyższego poziomu ujawnień na zmniejszenie asymetrii informacji mierzonej poprzez różnicę między ceną kupna i sprzedaży (<i>bid-ask spread</i>).

Autor	Rok	Zakres badania	Wyniki badania
R. J. Bloomfield, T. J. Wilks ^b	2000	Rozważania teoretyczne – eksperyment laboratoryjny	Mniejsza niepewność co do spółek bardziej przejrzystych powoduje chęć płacenia za akcje takiej spółki więcej, co w konsekwencji obniża koszt kapitału.
F. Depoers ⁱ	2000	Badano 102 raporty roczne francuskich spółek giełdowych za 1995 rok	Wykazano, że rozmiar spółki, obecność na zagranicznych rynkach oraz koszty ujawnień są skorelowane z poziomem ujawnień dobrowolnych.
A. J. Richardson, M. Welker ⁱ	2001	Badano raporty roczne 87 spółek kanadyjskich za lata 1990,1991,1992	Dowiedziano, że w przypadku spółek o niskim zainteresowaniu analityków, jakość i ilość ujawnień finansowych ma negatywny wpływ na koszt kapitału własnego. Jednocześnie odkryto pozytywną relację między ujawnieniami społecznymi a kosztem kapitału własnego.
D. S. Gelb, P. Zarowin ^k	2002	Ocena ujawnień przedsiębiorstw publikowanych przez AIMR w latach 1980–1993 dla 821 przedsiębiorstw	Badano konsekwencje ujawniania informacji dla kursu akcji. Zawartość informacyjną kursu akcji zdefiniowano jako powiązanie bieżących zwrotów z przyszłymi zmianami zysku. Wykazano pozytywną zależność między poziomem ujawnień a zawartością informacyjną kursu akcji.
C. A. Botosan, M. A. Plumlee ^l	2002	Badano ocenę ujawnień spółek publikowaną przez AIMR za lata 1986–1996	Wykazano negatywną relację między poziomem ujawnień w raporcie rocznym a kosztem kapitału własnego. Jednocześnie wykazano pozytywną zależność między poziomem pozostałych ujawnień publikowanych w ciągu roku (poza raportem rocznym) a kosztem kapitału własnego.
M. J. Ferguson, K. C. K. Lam, G. Meina Lee ^m	2002	Badano ujawnienia 145 spółek notowanych na giełdzie w Hongkongu	Wykazano, że chęć pozyskiwania kapitału na giełdach zagranicznych motywuje spółki do zwiększenia poziomu ujawnień.
B. N. Jorgensen, M. T. Kirschenheiter ⁿ	2003	Rozważania teoretyczne – budowa modelu	Publikacja dobrowolnych ujawnień na temat ryzyka wpływa na obniżenie współczynnika beta i premii za ryzyko.
D. Easley, M. O'Hara ^o	2004	Rozważania teoretyczne – wykorzystanie modelu racjonalnych oczekiwań	W przypadku spółek, które ujawniają mniej informacji, inwestorzy wymagają wyższych stóp zwrotu z uwagi na wyższy poziom niepewności. Tym samym wyższy jest koszt kapitału. Autorzy sugerują, że spółka może wpływać na koszt kapitału poprzez kształtowanie procesu dostarczania informacji inwestorom.

Tab. 1 (cd.)

Autor	Rok	Zakres badania	Wyniki badania
C. A. Botosan, M. A. Plumlee, Y. Xie ^p	2004	Badania dotyczyły ujawnień spółek z lat 1993–2001	Dowodzono, że jakość publicznie dostępnej informacji negatywnie wpływa na koszt kapitału. Jednocześnie efekt ten jest niwelowany poprzez pozytywną relację pomiędzy jakością informacji prywatnej a kosztem kapitału.
J. E. Hunton, R. Libby, C. R. Mazza ^r	2004	Eksperyment z udziałem 62 pracowników kadry zarządzającej	Wykazano, że manipulowanie wynikami przy wysokim poziomie przejrzystości sprawozdania finansowego może wpłynąć negatywnie na kurs akcji oraz zniszczyć reputację spółki.
J. R Francis, I. K. Khurana, R. Pereira ^s	2005	Badano ocenę ujawnień z bazy CIFAR dla spółek z 34 krajów (oprócz Stanów Zjednoczonych) za lata 1991 i 1993	Wykazano negatywną korelację między poziomem dobrowolnych ujawnień a kosztem kapitału własnego i kosztem kapitału obcego.
M. J. Abdolmohammadi ^t	2005	Badano raporty roczne 58 przedsiębiorstw z listy <i>Fortune 500</i> za lata 1993–1997	Wykazano pozytywny wpływ ujawnień na temat kapitału intelektualnego na wyceńnię rynkową spółki.
R. Lambert, C. Leuz, R. E. Verrecchia ^v	2007	Rozważania teoretyczne – budowa modelu	Dowodzono, że im więcej i wyższej jakości informacji jest publikowane przez spółkę, tym niższy jest koszt kapitału. Efekt ten osiągany jest bezpośrednio, poprzez wpływ na postrzeganie przyszłych przepływów przez uczestników rynku oraz pośrednio, poprzez wpływ na rzeczywiste decyzje podejmowane przez przedsiębiorstwo.
T. V. Eaton, J. R. Nofsinger, D. G. Weaver ^w	2007	Badano ujawnienia 94 zagranicznych spółek notowanych na giełdzie w Nowym Jorku	Spółki pozyskujące kapitał na giełdach zagranicznych zmuszone są zwiększyć swoją przejrzystość, co skutkuje obniżeniem kosztu kapitału.
L. Patelli, A. Prencepe ^x	2007	Badano ujawnienia w raportach rocznych za 2002 rok 175 włoskich spółek notowanych na giełdzie w Mediolanie	Wykazano, że im więcej niezależnych członków organu nadzorczego, tym spółka publikuje dobrowolnie więcej informacji.
K. S. Haggard, X. Martin, R. Pereira ^y	2008	Badano ocenę ujawnień przedsiębiorstw publikowaną przez AIMR w latach 1982–1995	Badano dobrowolne ujawnienia. Dowiedziono, że ujawnianie większej ilości informacji znajduje swoje odzwierciedlenie w kursie akcji (co określono jako „informatywność” ceny akcji).

Autor	Rok	Zakres badania	Wyniki badania
H. C. Wang, H. J. Chang ^z	2008	Badano ujawnienia spółek tajwańskich	Wykazano, że wyższej jakości informacja ze sprawozdania finansowego ma swoje przełożenie na wycenę spółki przez rynek.
J. Francis, D. Nanda, P. Olsson ^{na}	2008	Badano 677 raportów rocznych spółek amerykańskich	Wykazano negatywną korelację między poziomem dobrowolnego ujawniania informacji a kosztem kapitału. Wskazano jednak, iż efekt może być w określonych warunkach znacznie ograniczony bądź może w ogóle nie wystąpić.
S. Armitage, C. Marston ^{bb}	2008	Badano opinie dyrektorów finansowych 16 giełdowych spółek brytyjskich	Większość ankietowanych nie dostrzegła powiązania między jakością ujawnień a kosztem kapitału własnego, w sytuacji gdy ujawnienia osiągnęły określony poziom (wynikający z dobrych praktyk). Efektem wysokiej jakości ujawnień jest natomiast, według badanych, budowa zaufania wśród inwestorów i zwiększanie reputacji spółki.
J. Legoria, J. Boone, W. W. Stammerjohan ^{cc}	2008	Badano dane 91 spółek farmaceutycznych za lata 1994–2001	Badano wpływ dobrowolnych ujawnień zgodnych z rekomendacjami FASB. Wykazano negatywną korelację pomiędzy poziomem dobrowolnych ujawnień a różnicą między ceną kupna i sprzedaży akcji (<i>bid-ask spread</i>). Nie zweryfikowano zależności negatywnej między poziomem ujawnień a kosztem kapitału własnego oraz pozytywnego wpływu na płynność akcji.
K. A. Webb, S. F. Cahan, J. Sun ^{dd}	2008	Badano ujawnienia 643 przedsiębiorstw za 2003 rok	Wykazano, że obecność na rynkach zagranicznych pozytywnie wpływa na poziom dobrowolnych ujawnień.
G. Iatridis ^{ee}	2008	Badano sprawozdania finansowe za rok 2004 dla 284 spółek brytyjskich notowanych na giełdzie w Londynie	Wykazano, że spółki chcące pozyskać kapitał poprzez emisję akcji lub obligacji, mają tendencję do ujawniania większej ilości informacji. Większy poziom ujawnień związany jest również z wyższym poziomem rentowności spółki.
M. Hossain, H. Hammami ^{ff}	2009	Badano ujawnienia w raportach rocznych 25 spółek katarskich notowanych na giełdzie w Doha	Wykazano, że dobrowolne publikowanie informacji może być traktowane jako środek budowania zaufania i reputacji.
L. C. Chi ^{gg}	2009	Badano ujawnienia 880 spółek tajwańskich za 2005 rok	Dowiedziano, że polityka ujawnień i przejrzystość przedsiębiorstwa jest powiązana z jego efektywnością. Wyższa przejrzystość wynikać ma z lepszych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, a to z kolei pozytywnie wpływa na zarządzanie przedsiębiorstwem i jego efektywność.

Tab. 1 (cd.)

Autor	Rok	Zakres badania	Wyniki badania
R. Orens, W. Aerts, N. Lybaert th	2009	Badano ujawnienia na temat kapitału intelektualnego na stronach internetowych 267 spółek giełdowych z Belgii, Holandii, Niemiec oraz Francji	Poziom ujawnień na temat kapitału intelektualnego jest pozytywnie skorelowany z wartością przedsiębiorstwa. Wyższy poziom tych ujawnień jest negatywnie skorelowany z asymetrią informacji, kosztem kapitału własnego oraz kosztem długu.
P. Gao ⁱⁱ	2010	Rozważania teoretyczne – budowa modelu	Autor dowodzi, że koszt kapitału może rosnąć wraz ze wzrostem jakości ujawnień.
Y. L. Cheung, P. Jiang, W. Tan ^{jj}	2010	Badano ujawnienia 100 chińskich spółek giełdowych w raportach rocznych i innych dokumentach	Wykazano pozytywną zależność między poziomem przejrzystości spółki a jej wyceńną rynkową.
G. K. Świdarska (red.) ^{kk}	2010	Badano ujawnienia 48 polskich spółek giełdowych w raportach rocznych za lata 2005–2007	Badano wpływ poziomu ujawnień na pozycję konkurencyjną spółki oraz poprawę ochrony inwestorów. Potwierdzono negatywną zależność między poziomem ujawnień a ryzykiem inwestowania w akcje, pozytywną zależność między poziomem ujawnień a pozycją kosztową spółki, brak relacji poziomu ujawnień z rentownością i udziałem w rynku.
P. Roszkowska ^{ll}	2011	Badano ujawnienia 48 polskich spółek giełdowych w raportach rocznych za lata 2005–2007	Wskazano na negatywną zależność między poziomem raportowania spotechnej odpowiedzialności a pozycją konkurencyjną spółki giełdowej. Wywnioskowano, że poziom tych ujawnień wpływa na postrzeganie spółki przez uczestników rynku kapitałowego.
S. El Ghoul, O. Guedhami, C. Kwok, D. Mishra ^{mm}	2011	Badano rating ujawnień społecznych dla 2809 firm z USA za lata 1992–2007	Wykazano negatywną zależność pomiędzy poziomem ujawnień społecznych a kosztem kapitału własnego.
P. Huang, Y. Zhang ⁿⁿ	2012	Badano indeks ujawnień i przejrzystości publikowany przez AIMR dla 1136 spółek za lata 1986–1996	Wykazano, że większy poziom przejrzystości ogranicza możliwości wykorzystania informacji celem uzyskania przewagi osób wewnątrz spółki (<i>insiders</i>) nad osobami z zewnątrz (<i>outsiders</i>).

Autor	Rok	Zakres badania	Wyniki badania
C. Reverte ^{oo}	2012	Badano miarę ujawnień z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu dla spółek z hiszpańskiego indeksu IBEX35 za lata 2003–2008	Wykazano, że zwiększanie przejrzystości poprzez podnoszenie jakości ujawnień społecznych wpływa na obniżenie kosztu kapitału własnego.
D. DeBoskey, P. Gillett ^{pp}	2013	Badano miarę przejrzystości przy uwzględnieniu 10 wskaźników dla 319 spółek S&P500 za rok 2001	Wykazano, że ogólny poziom przejrzystości może wyjaśniać zmiany ratingu kredytowego oraz kosztu kapitału.
M. Ali Boujelbene, H. Affes ^{rr}	2013	Badano indeks ujawnień na temat kapitału intelektualnego w raportach rocznych za rok 2009 spółek z francuskiego indeksu SBF120	Wykazano negatywną zależność pomiędzy poziomem ujawnień na temat kapitału intelektualnego a kosztem kapitału własnego.
Y. Yeh, H. Chen, M. Wu ^{ss}	2014	Badano ocenę przejrzystości 872 tajwańskich spółek giełdowych za lata 2005–2007	Wykazano pozytywną korelację pomiędzy poziomem przejrzystości spółki a jakością wyników finansowych, tym samym sugerując rolę zwiększania przejrzystości jako bodźca motywującego do większej odpowiedzialności zarządu za jakość sprawozdania finansowego.
M. Jizi, A. Salama, R. Dixon, R. Stratling ^{tt}	2014	Analizowano ujawnienia z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu w raportach rocznych 96 amerykańskich banków	Wykazano powiązania ujawnień na temat społecznej odpowiedzialności biznesu ze skutecznością wewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego.
M. Jizi, A. Salama, R. Dixon, R. Stratling ^{uu}	2014	Badano występowanie raportów społecznej odpowiedzialności biznesu w 1093 podmiotach z 31 krajów za lata 1995–2007	Wykazano negatywną korelację pomiędzy poziomem ujawnień społecznych a kosztem kapitału własnego.

Tab. 1 (cd.)

Autor	Rok	Zakres badania	Wyniki badania
T. Sieber, B. Weissenberger, T. Oberdörster, J. Baetge ^{www}	2014	Badano indeks ujawnień na temat strategii na podstawie sprawozdań zarządu 100 giełdowych spółek niemieckich za lata 2002–2008	Wykazano negatywną zależność pomiędzy poziomem ujawnień na temat strategii a kosztem kapitału własnego.
J. Krasodomska ^{xx}	2014	Badano ujawnienia niefinansowe 12 banków działających w Polsce za lata 2005–2012	Wykazano tendencję wzrostową w ilości i jakości ujawnień niefinansowych banków.

^a M. Gibbins, A. Richardson, J. Waterhouse, *The Management of Corporate Financial Disclosure*...; ^b D. Diamond, R. E. Verrecchia, *Disclosure, liquidity and the cost of capital*...; ^c C. Botosan, *Disclosure level and the cost of capital*...; ^d P. Sengupta, *Corporate disclosure quality*...; ^e P. M. Healy, A. P. Hutton, K. G. Palepu, *Stock Performance and Intermediation Changes*...; ^f B. Caramanalis-Cotelli, L. Gardiol, R. Gibson-Asner, N. S. Tuchschnid, *Are Investors Sensitive to the Quality*...; ^g C. Leuz, R. E. Verrecchia, *The Economic Consequences*...; ^h R. J. Bloomfield, T. J. Wilks, *Disclosure Effects in the Laboratory*...; ⁱ F. Depeoers, *A cost-benefit study of voluntary disclosure*...; ^j A. J. Richardson, M. Welker, *Social disclosure, financial disclosure*...; ^k D. S. Gelb, P. Zarowin, *Corporate Disclosure Policy*...; ^l C. Botosan, M. A. Plumlee, *A Re-examination of Disclosure Level*...; ^m M. J. Ferguson, K. C. K. Lam, G. M. Lee, *Voluntary Disclosure by State-owned Enterprises Listed*...; ⁿ B. N. Jorgensen, M. T. Kirschenheiter, *Discretionary risk disclosures*...; ^o D. Easley, M. O'Hara, *Information and the cost of capital*...; ^p C. A. Botosan, M. A. Plumlee, *The Role of Information Precision*...; ^q J. E. Hutton, R. Libby, C. R. Mazza, *Financial Reporting Transparency*...; ^r J. R. Francis, I. K. Khurana, R. Pereira, *Disclosure Incentives and Effects*...; ^s M. J. Abdolmohammadi, *Intellectual capital disclosure*...; ^t R. Lambert, C. Leuz, R. E. Verrecchia, *Accounting Information, Disclosure*...; ^u T. V. Eaton, J. R. Nofsinger, D. G. Weaver, *Disclosure and the cost of equity*...; ^v L. Patelli, A. Prencipe, *The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors*...; ^w K. S. Haggard, X. Martin, R. Pereira, *Does Voluntary Disclosure Improve Stock Price*...; ^x H. C. Wang, H. J. Chang, *Value-Relevance of Accounting Earnings*...; ^y J. Francis, D. Nanda, P. Olsson, *Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital*, "Journal of Accounting Research", March 2008, Vol. 46, Issue 1, s. 53–99; ^{bb} S. Armitage, C. Marston, *Corporate disclosure, cost of capital and reputation*...; ^{cc} J. Legoria, J. Boone, W. W. Stammerjohan, *The economic benefits of FASB's recommended disclosures*...; ^{dd} K. A. Webb, S. F. Cahalan, J. Sun, *The effect of globalization*...; ^{ee} G. Iatridis, *Accounting disclosure and firms' financial attributes*...; ^{ff} M. Hossain, H. Hammami, *Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country*...; ^{gg} L. C. Chi, *Do transparency and disclosure predict firm performance?*...; ^{hh} R. Orens, W. Aerts, N. Lybaert, *Intellectual capital disclosure, cost*...; ⁱⁱ P. Gao, *Disclosure Quality, Cost of Capital*...; ^{jj} Y. L. Cheung, P. Jiang, W. Tan, *A transparency Disclosure Index measuring disclosures*...; ^{kk} S. 259–280; ^{ll} G. K. Świdzka (red.), *Wpływ zakresu ujawnianych informacji na poprawę*...; ^{mm} P. Roszkowska, *Rewolucja w raportowaniu biznesowym*...; ⁿⁿ S. El Ghoul, O. Guedhami, C. Kwok, D. Mishra, *Does corporate social responsibility improve*...; ^{oo} P. Huang, Y. Zhang, *Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs?*...; ^{pp} C. Reverte, *The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital*, "Corporate Social Responsibility & Environmental Management" 2012, Vol. 19, No. 5, s. 253–272; ^{qq} D. DeBoskey, P. Gillett, *The impact of multi-dimensional corporate transparency on us firms' credit ratings and cost of capital*, "Review of Quantitative Finance & Accounting" 2013, Vol. 40, No. 1, s. 101–134; ^{rr} M. Ali Boujelbene, H. Affes, *The impact of intellectual capital disclosure on cost*...; ^{ss} Y. Yeh, H. Chen, M. Wu, *Can Information Transparency Improve Earnings Quality Attributes?*...; ^{tt} M. Jizi, A. Salama, R. Dixon, R. Stratling, *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure*...; ^{uu} D. Dhaliwal, O. Li, A. Tsang, Y. Yang, *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital*...; ^{vvv} T. Sieber, B. Weissenberger, T. Oberdörster, J. Baetge, *Let's talk strategy*...; ^{xxx} J. Krasodomska, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości spółek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014, s. 174–201.

Źródło: opracowanie własne na podstawie przytoczonych pozycji literatury.

W przypadku polskiego rynku giełdowego również prowadzone są badania dotyczące ujawnień spółek. Praca pod redakcją G. K. Świdorskiej dotyczy ujawnień finansowych i niefinansowych w raportach rocznych spółek giełdowych. Wykazano między innymi, że²⁷⁸:

- poziom ujawnień negatywnie wpływa na zmienność kursu akcji,
- wyższy poziom ujawnień wiąże się z lepszą kategorią audytora,
- wyższy poziom ujawnień wiąże się z lepszą pozycją kosztową spółki,
- wyższy poziom ujawnień wiąże się z wyższą oceną nadzoru właścicielskiego spółki,
- brakuje relacji między rentownością i udziałem w rynku a poziomem ujawnień.

Inne badanie dotyczyło tylko ujawnień na temat społecznej odpowiedzialności. Jego wyniki sugerują, że „zła forma, niska jakość, lub brak raportowania społecznej odpowiedzialności może przyczynić się do pogorszenia pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa, mierzonej wskaźnikami opartymi o dane fundamentalne”²⁷⁹.

Ujawnienia z obszaru ESG (*environmental, social and governance*) są przedmiotem badania polskich spółek giełdowych pod patronatem SEG²⁸⁰. Pokazuje ono, że najwięcej informacji publikowane jest w obszarze ładu korporacyjnego przy jednocześnie niskim poziomie ujawnień w obszarze środowiska oraz praw człowieka. Ponadto poziom transparentności jest zależny od kapitalizacji spółki. Dodatkowo, spółki przejrzyste charakteryzują się niższym ryzykiem inwestycyjnym²⁸¹.

Wyniki cytowanych badań wskazują, że większa przejrzystość jest postrzegana jako istotna pomoc w podejmowaniu decyzji przez inwestorów. Osiągana jest ona najczęściej poprzez dobrowolne publikowanie informacji. Nie wszystkie jednak opracowania wskazują na relacje zgodne z oczekiwaniami czy teorią bądź też relacja ta jest nieistotna. Jednym z powodów takiej sytuacji może być fakt, że:

- badano relacje między wybranymi obszarami, elementami (na przykład informacjami na temat aktywów niematerialnych czy dobrowolnie ujawnianymi prognozami wyników) wpływającymi na przejrzystość spółki a wybranymi miarami ekonomicznymi – pomiar przejrzystości był zatem jedynie przybliżony,

278 G. K. Świdorska (red.), *Wpływ zakresu ujawnianych informacji na poprawę ochrony inwestorów oraz pozycję konkurencyjną emitentów papierów wartościowych*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2010.

279 P. Roszkowska, *Rewolucja w raportowaniu biznesowym: interesariusze, konkurencyjność, społeczna odpowiedzialność*, Difin, Warszawa 2011.

280 Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych.

281 T. Czerwińska, P. Kaźmierski, *Na styku dwóch światów, czyli jak łączyć się dane finansowe i pozafinansowe na polskim rynku kapitałowym*, [w:] *Analiza ESG spółek w Polsce*, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Warszawa 2014.

- przejrzystość była mierzona indeksami, które agregowały pomiar jakości informacji z różnych obszarów. Uwzględniły one zatem przejrzystość spółki w szerokim zakresie, ale fakt wykorzystania indeksu mógł powodować utratę części informacji (indeks nie może uwzględnić wszystkich parametrów świadczących o jakości informacji publikowanych przez spółkę)²⁸².

Należy także zwrócić uwagę, iż przedstawiono jedynie wybrane wyniki badań nad ujawnieniami i przejrzystością spółek. Z ogromnej ilości badań zaprezentowano niektóre, aby ukazać główne nurty badawcze i dotychczasowe obserwacje. Tabela 1 zawiera podsumowanie omówionych badań nad ujawnieniami i przejrzystością.

1.4. Podsumowanie

Powszechny, równy i bezpłatny dostęp do informacji jest podstawą funkcjonowania rynku kapitałowego. Spółki muszą zatem zadbać o to, by dostarczyć dokładnych i aktualnych informacji ilościowych i jakościowych umożliwiających właściwą ocenę ich sytuacji finansowej oraz wyników. Buduje to zaufanie inwestorów, które, okazuje się, nadal łatwo można utracić (skandale księgowo z początku wieku oraz światowy kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 roku).

Zachęca się spółki, by dobrowolnie uzupełniały prezentowane raporty o szereg dodatkowych objaśnień, które pozwalają odbiorcom lepiej zrozumieć proces tworzenia wartości oraz perspektywy przetrwania i rozwoju. Ocena ta jest fundamentem sprawowania nadzoru korporacyjnego. Im niższa przejrzystość, tym mniej szans na prawidłowy osąd sytuacji i mniejsze możliwości motywowania zarządu do właściwego kierowania podmiotem.

Oprócz budowania zaufania, zwiększanie przejrzystości pozwala zredukować asymetrię informacji, której wysoki poziom może zniechęcać do zawierania transakcji i wpływa na efektywność rynku. Nierówność w dostępie do informacji stwarza ponadto zagrożenie popełniania przestępstw.

Rozszerzanie zakresu ujawnień o informacje uzupełniające sprawozdanie finansowe pozwala zrekomensować pewne niedoskonałości

282 C. Botosan, M. A. Plumlee, *A Re-examination of Disclosure Level...*

rachunkowości ograniczające możliwości zrozumienia procesu tworzenia wartości. Mowa tu o istotnej roli zasobów niematerialnych, które nie są ujmowane w sprawozdaniu finansowym, a często są jednym z głównych czynników wartościotwórczych.

Żadna spółka nie działa w oderwaniu od otoczenia. Może funkcjonować tylko dzięki zawieraniu relacji z interesariuszami: klientami, pracownikami, kontrahentami czy samorządami. Podobnie jak inwestorzy oczekują pełnej informacji o tworzeniu wartości, tak interesariusze oczekują informacji, jak ich sytuacja jest uwzględniana w decyzjach podejmowanych przez kierownictwo spółki. Ma to znaczenie w kontekście przetrwania i tworzenia wartości w długim okresie. Uważa się, że jest to niemożliwe przy pomijaniu potrzeb informacyjnych szerszego kręgu interesariuszy i tym samym ignorowaniu wzajemnych powiązań biznes-społeczeństwo-środowisko.

Powodów konieczności zwiększania przejrzystości jest wiele. Badania pokazują, że proces ten może mieć szereg pozytywnych skutków. Przede wszystkim maleje asymetria informacji, co usprawnia proces alokacji kapitału, którego koszt może być niższy. Większe zaufanie i niższa niepewność uczestników rynku to z kolei mniejsze ryzyko inwestycyjne. Korzyści związane z raportowaniem na temat odpowiedzialności wobec interesariuszy to między innymi budowa reputacji czy skuteczniejsze zarządzanie ryzykiem.

Większa przejrzystość rodzi określone koszty i ryzyka. Koszty mogą wynikać z konieczności przygotowania i opracowania dodatkowych informacji na temat działalności i otoczenia podmiotu. Ryzyko to między innymi potencjalne zagrożenie ujawnienia informacji, która może zostać wykorzystana do osłabienia pozycji spółki. Podobnie prezentowanie większej ilości informacji prospektywnych (często o mniejszej precyzji czy pewności) może rodzić wątpliwości co do ich wiarygodności. Niezwykle ważne jest zatem wyważenie kosztów i potencjalnych korzyści ujawnień i określenie odpowiedniego zakresu sprawozdawania. Ponadto należy mieć na uwadze, iż pozytywne skutki większej przejrzystości będą zależeć głównie od reakcji odbiorców sprawozdań na wyższą jakość informacji. Tym samym korzyści mogą pojawić się dopiero w dłuższym okresie.

Pomimo powyższych zastrzeżeń zagadnienie rozszerzonej sprawozdawczości zyskuje na znaczeniu i coraz więcej podmiotów próbuje ją wdrażać. Sprzyja temu zainteresowanie, które wykazuje wiele podmiotów i organizacji, od rządowych, przez komercyjne, po środowiska akademickie. Rezultatem ich prac jest szereg regulacji i rekomendacji, o których mowa w następnym rozdziale.

Rozdział 2

Regulacje i inicjatywy wpływające na przejrzystość spółek

2.1. Regulacje prawne wpływające na przejrzystość

2.1.1. Harmonizacja przepisów rachunkowości

Proces globalizacji umożliwia pozyskiwanie finansowania poprzez rynki giełdowe na całym świecie. Jednocześnie postępująca deregulacja umożliwia projektowanie nowych instrumentów finansowych, których ujęcie stawia wyzwanie twórcom standardów rachunkowości. Oba te procesy mają wpływ na kształt regulacji rachunkowości. Globalizacja wymusza konieczność ujednolicania i tworzenia wspólnych ponadnarodowych przepisów, tak by zwiększyć porównywalność sprawozdań finansowych. Powstawanie nowych instrumentów finansowych oraz rosnąca złożoność działalności przedsiębiorstw skutkują koniecznością zwiększania liczby przepisów, aby zapewnić właściwe ujęcie i prezentację nowych operacji gospodarczych w systemie rachunkowości. Jak wspomniano w poprzednim rozdziale, dwie największe organizacje tworzące standardy rachunkowości (IASB i FASB) zgodnie potwierdzają, że należy prowadzić prace nad zwiększaniem przejrzystości sprawozdania finansowego spółek notowanych na giełdach w różnych krajach.

Ograniczanie skomplikowania przepisów jest zadaniem z założenia trudnym do wykonania ze względu na sprzeczność dwóch celów. Z jednej strony wydaje się konieczne jak najwierniejsze odzwierciedlenie operacji gospodarczych zgodnie z ich treścią ekonomiczną (w tym nowych i skomplikowanych), także gdy działalność przedsiębiorstw, a tym samym księgowane operacje gospodarcze stają się coraz bardziej złożone. Z drugiej strony wymaga się generowania i prezentowania informacji, która będzie zrozumiała dla jak najszerszego grona odbiorców, co pociąga za sobą dążenie do upraszczania przepisów i sprawozdań. W latach

2007–2008 SEC¹ w Stanach Zjednoczonych prowadziła dyskusję nad sposobami redukcji skomplikowania przepisów rachunkowości².

Więcej uwagi w zakresie zwiększania przejrzystości przepisów rachunkowości jednak poświęca się zapewnieniu porównywalności sprawozdań finansowych spółek pochodzących z różnych krajów. Proces mający ku temu prowadzić to harmonizacja, czyli redukcjonowanie różnic w sprawozdawczości finansowej poszczególnych krajów³.

FASB i IASB podpisały w 2002 roku porozumienie⁴, zgodnie z którym obie organizacje zdecydowały, by:

- podejmować działania mające na celu usuwanie różnic pomiędzy standardami US GAAP i MSSF/MSR,
- wspólnie pracować nad nowymi standardami.

Chęć kontynuowania prac zainicjowanych porozumieniem została przez obie organizacje potwierdzona w 2006 roku, gdy zdecydowano, że⁵:

- nieoptymalnym rozwiązaniem jest angażowanie obu organizacji w prace związane z usuwaniem różnic w standardach rachunkowości,
- optymalnym wykorzystaniem zasobów obu organizacji będzie praca nad nowymi wspólnymi standardami.

W 2008 roku zaprezentowano kolejne plany ujednolicania przepisów⁶. Przede wszystkim zdecydowano, iż udoskonalanie regulacji polegać będzie na projektowaniu wspólnych standardów, które zastępować będą obowiązujące obecnie. Bardzo istotny jest fakt, że osiągnięto porozumienie co do charakteru nowo projektowanych standardów, które mają być oparte na zasadach (*principles based*).

1 SEC to Securities and Exchange Commission, co można tłumaczyć jako „Komisja Papierów Wartościowych i Giełd”.

2 SEC, *Final report of the advisory committee on improvements to financial reporting to the United States Securities and Exchange Commission*, 2008, <http://www.sec.gov/about/offices/oca/acifr/acifr-finalreport.pdf> [dostęp 2.12.2014]; SEC, *Release 33-8896*, 14 February; SEC, *Release 33-8817*, 27 June 2007; SEC, *Release 33-8836*, <http://www.sec.gov/rules/other/2007/33-8836.pdf> [dostęp 2.12.2014]; SEC, *Release 33-8918*, <http://www.sec.gov/rules/other/2008/33-8918.pdf> [dostęp 2.12.2014].

3 S. Surdykowska, *Rachunkowość międzynarodowa*, Zakamycze, Kraków 2004, s. 24.

4 FASB, *Memorandum of Understanding, Norwalk Agreement*, www.fasb.org/news/memorandum.pdf [dostęp 29.01.2015].

5 IASB, *A Roadmap for Convergence between IFRSs and US GAAP – 2006–2008*, 27 February 2006, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/MoU.pdf> [dostęp 2.12.2014].

6 IASB, *Completing the February 2006 Memorandum of Understanding: A progress report and timetable for completion*, September 2008, http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/Memorandum_of_Understanding_progress_report_and_timetable.pdf [dostęp 2.12.2014].

W Stanach Zjednoczonych od 2007 roku SEC dopuścił zagranicznych emitentów zarejestrowanych w SEC do prezentowania sprawozdania finansowego tylko według MSSF bez konieczności uzgadniania go z GAAP⁷.

W Unii Europejskiej zaproponowano, by – podobnie jak w przypadku spółek spoza USA – rozważyć możliwość prezentowania przez spółki amerykańskie notowane na regulowanych rynkach europejskich sprawozdań tylko według przepisów US GAAP (bez konieczności przygotowania odrębnej wersji zgodnej z MSSF). Dyskusję nad tym rozwiązaniem, polegającą przede wszystkim na ocenie równoważności standardów rachunkowości krajów trzecich (rozważaniu podlegały także standardy krajów innych niż USA) ze standardami MSSF, w którą włączył się Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych CESR (*The Committee of European Securities Regulators*)⁸ zainicjowano już w 2004 roku⁹. Komisja Europejska dopuściła stosowanie standardów krajów trzecich przez spółki notowane na rynkach europejskich, uzależniając tę możliwość od stopnia konwergencji przepisów krajów trzecich z MSSF¹⁰.

7 SEC, *Acceptance from foreign private issuers of financial statements prepared in accordance with International Financial Reporting Standards without reconciliation to U.S. GAAP*, Release Nos. 33-8879; 34-57026, <http://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8879.pdf> [dostęp 2.12.2014].

8 W 2011 roku CESR przekształcono w ESMA (*European Securities and Markets Authority*).

9 European Commission, *Formal Mandate To CESR For Technical Advice On Implementing Measures On The Equivalence Between Certain Third Country GAAP And IAS/IFRS*, Bruxelles, 25.06.2004; CESR, *Concept paper on equivalence of certain third country GAAP and on description of certain third countries mechanisms of enforcement of financial information*, February 2005; CESR, *Draft technical advice on equivalence of certain third country GAAP and on description of certain third countries mechanisms of enforcement of financial information*, April 2005; CESR, *CESR's technical advice on a mechanism for determining the equivalence of the generally accepted accounting principles of third countries*, April 2007; CESR, *Supplementary report on the programmes of Canada, India and South Korea to converge with or adopt IFRS, on the level of application of Chinese accounting standards by Chinese issuers and on the use of third country GAAPs*, June 2009, http://www.esma.europa.eu/system/files/09_472.pdf [dostęp 29.01.2015]; CESR, *CESR's supplementary report related to developments of certain third country GAAPs with regard to their equivalence under Transparency Directive and Prospectus Regulation*, December 2010, <http://www.esma.europa.eu/page/IFRS-and-Third-Country-GAAP> [dostęp 2.12.2014].

10 Rozporządzenie Komisji (WE) NR 1569/2007 z dnia 21 grudnia 2007 r., ustanawiające zgodnie z dyrektywami 2003/71/WE i 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady mechanizm ustalenia równoważności standardów rachunkowości stosowanych przez emitentów papierów wartościowych z krajów trzecich, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L340/66 21.12.2007.

W kilku obszarach określonych przez FASB i IASB (w planach dotyczących konwergencji US GAAP i MSSF) osiągnięto porozumienie co do kształtu regulacji (są już wdrożone lub w trakcie opracowania). Zakończenie większości prac planowano na rok 2011. Prac w niektórych obszarach w ogóle nie podjęto i nie zaplanowano (na przykład standardy dotyczące aktywów niematerialnych). Oprócz poszczególnych obszarów regulacji rachunkowości obie organizacje kontynuują prace nad konwergencją nadrzędnych zasad rachunkowości (zawartych w Ramach Konceptualnych i Założeniach Konceptyjnych).

W związku z załamaniem na światowych rynkach finansowych, zapoczątkowanym w 2007 roku, problemami na rynku kredytów hipotecznych w USA oraz powiązanych z nimi instrumentami finansowymi nabywanymi przez podmioty na całym świecie, liderzy grupy G20, specjalna grupa ekspertów powołana przez FASB i IASB (FCAG – *Financial Crisis Advisory Group*) oraz *Monitoring Board of the International Accounting Standards Committee Foundation* zasugerowały konieczność znacznego zwiększenia wysiłków na rzecz wypracowania jednolitych globalnych standardów rachunkowości¹¹. Jednocześnie IASB i FASB podkreśliły, że istotna dla nich jest nie tylko konwergencja przepisów, ale także, jeśli to możliwe, udoskonalanie funkcjonujących regulacji w celu poprawy jakości sprawozdań finansowych. Na uwagę zasługuje również fakt, iż organizacje starają się włączać różne grupy interesariuszy w proces projektowania nowych regulacji¹². W roku 2010 plan prac zmodyfikowano (w związku z powyższymi sugestiami), pozostawiając 2011 rok jako docelową datę konwergencji standardów uznanych jako najważniejsze, jednocześnie odsuwając lub w ogóle nie określając daty ukończenia prac w pozostałych obszarach¹³. Przykładowo niższy priorytet nadano pracom nad standardami dotyczącymi¹⁴:

11 IASB, *FASB and IASB Reaffirm Commitment to Memorandum of Understanding, A Joint Statement of the FASB and IASB*, November 5, 2009, http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/JointCommunique_October2009FINAL4.pdf [dostęp 2.12.2014].

12 IASB, *IASB and FASB Commitment to Memorandum of Understanding Quarterly Progress Report*, 31 March 2010, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/April2010progressreport3.pdf> [dostęp 2.12.2014].

13 IFRS, *IASB and FASB update to G20 Leaders*, 2 June 2010, <http://www.ifrs.org/News/Announcements-and-Speeches/Pages/IASB-and-FASB-update-to-G20-Leaders.aspx> [dostęp 2.12.2014].

14 SEC, *Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers, A Comparison of U.S. GAAP and IFRS*, <http://sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-111611-gaap.pdf> [dostęp 2.12.2014].

- prezentacji sprawozdań finansowych,
- aktywów niematerialnych,
- instrumentów finansowych o charakterze kapitałowym.

Do 2011 roku nie udało się osiągnąć konwergencji najważniejszych standardów (między innymi dotyczących leasingu, instrumentów finansowych, ujmowania przychodów) z uwagi na licznosc komentarzy i uwag do projektowanych standardów oraz konieczność ich wnikliwego analizowania¹⁵. Ukazuje to złożoność problemu dążenia do eliminowania różnic między standardami.

W kontekście prac nad ujednoczaniem standardów sprawozdawczości spółek ważne wydaje się zaangażowanie ze strony amerykańskiej komisji papierów wartościowych SEC¹⁶. W 2008 roku podmiot ten zaprezentował plan prac¹⁷ mających na celu analizę możliwości stosowania MSSF przez podmioty, które sprawozdają według standardów amerykańskich US GAAP. Proces wprowadzenia MSSF jako obowiązujących standardów raportowania ma przebiegać etapami. SEC rozważa nakazywać przejście na MSSF poczynając od podmiotów największych. Jednocześnie SEC zastrzegł, że wprowadzenie obowiązku raportowania podmiotów amerykańskich według MSSF będzie warunkowane osiągnięciem i rozmiarami postępu w następujących obszarach¹⁸:

- poziom konwergencji US GAAP i MSSF oraz wydanie standardów, które odnoszą się do kwestii dotychczas nieuregulowanych w MSSE,
- problem odpowiedzialności i finansowania IASCF¹⁹, która nadzoruje IASB,
- możliwość udostępniania sprawozdań finansowych w formie interaktywnej (przy użyciu XBRL lub innego narzędzia),
- poziom wiedzy i szkoleń na temat MSSF (głównie poziom wiedzy inwestorów, ale także księgowych i audytorów);

15 IASB, *Meeting of the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors 15–16 February 2013 Update by the IASB and FASB*, 2013, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/IASB-FASB-G20-Update-February-2013.pdf> [dostęp 12.12.2014].

16 Waga roli SEC w tych pracach wydaje się być uzasadniona wielkością amerykańskiego rynku giełdowego i jego wpływem na światowy rynek giełdowy, czy szerzej kapitałowy.

17 SEC, *Roadmap for the potential use of financial statements prepared in accordance with international financial reporting standards by U.S. issuers*, 2008, <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/33-8982.pdf> [dostęp 12.12.2014].

18 SEC, *Roadmap for the potential use of financial statements prepared in accordance with international financial reporting standards by U.S. issuers*, 2008.

19 IASCF – The International Accounting Standards Committee Foundation.

W raporcie przygotowanym na potrzeby SEC z listopada 2011 roku, w kontekście wprowadzenia obowiązku stosowania MSSF przez przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych, wskazano następujące obserwacje i wnioski dotyczące problemu harmonizacji US GAAP i MSSF²⁰:

- w niektórych obszarach osiągnięto już porozumienie co do kształtu standardów, co zwiększa prawdopodobieństwo harmonizacji MSSF z GAAP,
- nie jest jasne, na podstawie dotychczasowych rozważań, czy osiągnięcie harmonizacji MSSF z GAAP we wszystkich obszarach (na przykład w kwestii instrumentów finansowych) będzie w ogóle możliwe,
- skutek powyżej wspomnianej zmiany priorytetów IASB i FASB, nie wiadomo, czy w dającej się przewidzieć przyszłości harmonizacja niektórych standardów będzie ukończona (na przykład w obszarze instrumentów finansowych o charakterze kapitałowym),
- niezależnie od podjęcia decyzji o wprowadzeniu MSSF dla podmiotów w Stanach Zjednoczonych, SEC podkreśla, że rozwój i opracowanie wysokiej jakości standardów jest ważne i będzie kontynuowane.

Wspomniany powyżej raport nakreśla też podstawowe różnice pomiędzy wersjami standardów MSSF i GAAP. Wśród nich wskazano między innymi na²¹:

- ogólność MSSF i szczegółowość GAAP,
- istotne różnice pomiędzy założeniami koncepcyjnymi MSSF i GAAP – ukończono wprawdzie częściowo projekt stworzenia wspólnych założeń koncepcyjnych, ale w 2010 roku dalsze prace zawieszono²².

Poza procesem harmonizacji przepisów US GAAP i MSSF, na zwiększenie przejrzystości sprawozdawczości publicznych spółek kapitałowych (poprzez większą porównywalność sprawozdań finansowych) ma wpływ konwergencja pozostałych krajowych przepisów rachunkowości z przepisami MSSF. Tabela 2 przedstawia stan konwergencji przepisów poszczególnych krajów z MSSF. Należy tutaj podkreślić, że konwergencja z MSSF nie oznacza jednocześnie bezwzględnego ich przyjęcia. Innymi słowy, organizacja IASB jest autorem standardów, natomiast to, w jakim

20 SEC, *Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers, A Comparison of U.S. GAAP and IFRS*, 16.11.2011.

21 *Ibidem*.

22 W 2014 roku zdecydowano, że IASB nie będzie uczestniczyła dalej w projekcie, FASB, *Conceptual Framework Project Update, Updated 3.12.2014*, http://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=FASBContent_C&pagename=FASB%2FFASBContent_C%2FProjectUpdatePage&cid=900000011090 [dostęp 12.12.2014].

zakresie i jakie podmioty są zobowiązane je stosować, zależy od regulacji funkcjonujących w danym kraju. Zapisy MSR/MSSF mogą być inkorporowane w przepisach krajowych²³ lub przepisy krajowe tylko do nich odsyłają. Regulacje zatem mogą nakazać stosowanie tylko wybranych MSR/MSSF określonym podmiotom.

W Unii Europejskiej nakładanie obowiązku stosowania określonych MSR/MSSF odbywa się na drodze rozporządzeń Komisji Europejskiej. Od 2005 roku spółki publiczne notowane na giełdach państw członkowskich są zobowiązane sporządzać sprawozdania skonsolidowane zgodnie z przyjętymi w Unii Europejskiej MSR/MSSF²⁴. Przyjęcie konkretnego standardu do stosowania w Unii Europejskiej jest poprzedzone²⁵:

- wydaniem rekomendacji w sprawie przyjęcia lub odrzucenia danego MSR/MSSF przez EFRAG²⁶,
- zaaprobowaniem przyjęcia danego MSR/MSSF przez Komitet Regulacyjny ds. Rachunkowości (ARC – Accounting Regulatory Committee) działający przy Komisji Europejskiej,
- wyrażeniem braku sprzeciwu przez Radę UE i Parlament Europejski,
- wydaniem przez Komisję Europejską rozporządzenia zawierającego tekst przyjętego MSR/MSSF i opublikowanie go we wszystkich językach urzędowych Unii Europejskiej.

O przyjęciu danego standardu decyduje między innymi to, czy wynikiem jego stosowania jest rzetelny i prawdziwy obraz sytuacji finansowej i wyników jednostki oraz czy informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych będą odpowiedniej jakości oraz pożyteczne dla użytkowników²⁷. Oznacza to, iż każdy MSR/MSSF zanim zostanie przyjęty w Unii Europejskiej jest

23 Taka sytuacja miała miejsce w Polsce przy tak zwanej dużej nowelizacji ustawy o rachunkowości w 2001 r., gdy nowe zapisy były wzorowane na zapisach MSR.

24 Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości, „Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich” L243/1, 11.09.2002.

25 Ministerstwo Finansów, *Procedura przyjmowania międzynarodowych standardów rachunkowości w UE*, 20.09.2012, http://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/rachunkowosc/miedzynarodowe-standardy-rachunkowosci/-/asset_publisher/ho6Q/content/procedura-przyjmowania-miedzynarodowych-standardow-rachunkowosci-w-ue?redirect=http%3A%2F%2Fwww.mf.gov.pl%2Fministerstwo-finansow%2Fdzialalnosc%2Frachunkowosc%2Fmiedzynarodowe-standardy-rachunkowosci%3Fp_p_id%3D101_INSTANCE_ho6Q%26p_p_lifecycle%3D0%26p_p_state%3Dnormal%26p_p_mode%3Dview%26p_p_col_id%3Dcolumn-2%26p_p_col_count%3D1#p_p_id_101_INSTANCE_ho6Q_ [dostęp 2.12.2014].

26 EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) to Europejska Grupa Doradcza ds. Sprawozdawczości Finansowej.

27 Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości...

najpierw sprawdzany i oceniany, a dopiero potem podejmuje się decyzję, czy należy dany standard włączyć do obowiązującego prawa.

Tabela 2. Stan konwergencji przepisów rachunkowości wybranych krajów ze standardami MSSF

Kraj	Stan konwergencji przepisów dla spółek notowanych na giełdzie
Argentyna	Wymagane dla roku obrotowego zaczynającego się po 01.01.2011 r.
Australia	Wymagane dla podmiotów sektora prywatnego oraz jako podstawa sprawozdawczości podmiotów sektora publicznego od 2005 r.
Brazylia	Wymagane od 31.12.2010 r. dla skonsolidowanych i jednostkowych sprawozdań finansowych spółek notowanych na giełdach oraz większości instytucji finansowych nienotowanych.
Kanada	Wymagane od 01.01.2011 r. dla większości emitentów papierów notowanych na giełdach.
Chiny	Zastosowanie mają krajowe standardy w znacznym stopniu zharmonizowane z MSSF.
Unia Europejska	Wymagane dla spółek notowanych na giełdach krajów członkowskich od 2005 r.
Indie	Data konwergencji nieustalona.
Indonezja	Proces konwergencji w trakcie. Planowana data jej uzyskania to 2015 r.
Japonia	Dobrowolne stosowanie MSSF dla sprawozdań skonsolidowanych dopuszczone od 2010 r.
Meksyk	Wymagane od 2012 r. dla spółek notowanych na giełdzie oprócz instytucji finansowych i ubezpieczeniowych.
Korea Płd.	Wymagane od 2011 r.
Rosja	Wymagane dla sprawozdań skonsolidowanych spółek notowanych na giełdzie oraz instytucji kredytowych i ubezpieczeniowych od 2012 r.
Arabia Saudyjska	Wymagane dla banków i instytucji ubezpieczeniowych.
RPA	Wymagane dla spółek notowanych na giełdach od 2005 r.
Turcja	Wymagane dla sprawozdań skonsolidowanych spółek notowanych na giełdach od 2008 r.
Stany Zjednoczone	Dopuszczone dla emitentów zagranicznych. Niedozwolone dla emitentów krajowych.

Źródło: IASB, *Jurisdiction profiles*, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Jurisdiction-profiles.aspx> [dostęp 12.12.2014].

Okazuje się, że fakt konwergencji krajowych przepisów z MSSF lub bezpośrednie ich wykorzystanie do przygotowania sprawozdania nie gwarantuje jednocześnie oczekiwanej porównywalności sprawozdań. Ekspert SEC analizowali sprawozdania zgodne z MSSF i wskazali na zbyt

dużą różnorodność możliwości ich aplikacji. Zagadnienie to wymaga więc jeszcze pracy, tak by MSSF były wdrażane i stosowane w sposób globalnie spójny²⁸.

Prace IASB i FASB są kontynuowane, a różnice pomiędzy standardami US GAAP i MSSF stopniowo usuwane. Różnic pozostaje jednak jeszcze bardzo wiele. Nie ma pewności, kiedy sprawozdania spółek w Stanach Zjednoczonych będzie można przygotować zgodnie z MSSF.

Proces konwergencji MSSF z przepisami poszczególnych państw jest złożony i wymaga czasu. Planowane terminy publikacji uzgodnionych standardów są często przesuwane. Nie ma gwarancji, że cel w ogóle uda się osiągnąć. Tym bardziej należy docenić fakt podjęcia wysiłku przez twórców standardów i kraje je implementujące w dążeniu do uzyskania globalnej porównywalności sprawozdań finansowych.

2.1.2. Nadzór korporacyjny

Zmiany w przepisach związanych z nadzorem korporacyjnym spowodowane były głównie skandalami wokół Enronu i innych spółek w Stanach Zjednoczonych i Europie. Ich celem było między innymi zwiększenie jakości procesu sprawozdawczości finansowej, a tym samym przejrzystości spółki. Nowe regulacje i kodeksy miały za zadanie minimalizować ryzyko sytuacji, w których publikowane przez spółki raporty zawierają niepełne lub fałszywe informacje.

2.1.2.1. Stany Zjednoczone

2.1.2.1.1. Sarbanes-Oxley Act

W 2002 roku Kongres Stanów Zjednoczonych uchwalił ustawę Sarbanes-Oxley²⁹, by odbudować zaufanie do rynków kapitałowych. Dotyczy ona spółek notowanych na giełdach w Stanach Zjednoczonych. Wśród głównych zmian wprowadzonych przez ustawę należy wymienić³⁰:

- powołanie *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), instytucji nadzorującej i kontrolującej funkcjonowanie firm audytorskich (wszystkie firmy audytorskie muszą być zarejestrowane

28 SEC, *Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers*, 13.07.2012, <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-final-report.pdf> [dostęp 12.12.2014].

29 Sarbanes-Oxley Act of 2002...

30 S. Gornik-Tomaszewski, I. N. McCarthy, *Response to corporate fraud in the United States and Europe*, "Review of Business", Spring 2005, Vol. 26(2).

w PCAOB), tak by zminimalizować ryzyko sytuacji, w której audytorzy nie informują o występujących nieprawidłowościach w spółkach (co miało miejsce w aferze Enronu). Ograniczono jednocześnie możliwości firm audytorskich w dostarczaniu innych usług tej samej spółce (na przykład doradczych),

- bezwzględny wymóg niezależności audytora,
- konieczność potwierdzenia przez kierownictwo spółki (CEO i CFO) zgodności publikowanego sprawozdania finansowego ze stanem rzeczywistym. Tym samym odpowiada ono za rzetelność zawartych tam informacji,
- wymóg posiadania przez spółkę systemu kontroli wewnętrznej nad sprawozdawczością finansową i publikowanie raportów jej badania, a także poddawania systemu kontroli wewnętrznej audytowi,
- dodatkowe sankcje (finansowe i karne) dla władz spółek w przypadku wykrycia błędów w sprawozdaniach finansowych,
- rozszerzenie zakresu ujawnianych informacji – szczególnie w zakresie transakcji i pozycji pozabilansowych, wyników pro-forma, a także opisu stosowanych metod rachunkowości (przyjętych założeń i szacunków).

Ustawę Sarbanes-Oxley określono jako jedną z najbardziej znaczących i reformatorskich od czasów ustawy Securities Act z 1933 i 1934 r.³¹ Znamienny był fakt, iż dotyczyła ona podmiotów europejskich badających sprawozdania firm amerykańskich (konieczna rejestracja w PCAOB). Ustawa wskazuje na szereg dodatkowych obowiązków dla spółek, co często było przez nie odbierane negatywnie. Wskazywano na zbyt duże koszty wdrożenia przepisów przez spółki w porównaniu z potencjalnymi korzyściami. W ocenie spółek dodatkowej pracy miało być tak wiele, że często konieczne było zaangażowanie firmy zewnętrznej. Pojawiały się nawet obawy, iż szczególnie mniejsze spółki zdecydują się na wycofanie z giełdy, z uwagi na zbyt wysokie wymogi i koszty wynikające z nowej ustawy.

Zaufanie do rynków kapitałowych udało się jednak (przynajmniej w pewnym stopniu) odbudować poprzez zapewnienie lepszej kontroli nad procesem generowania i audytu sprawozdania³². Badania pokazały, że osiągnięto efekt w postaci większej przejrzystości spółek³³ oraz zwiększenia wiarygodności sprawozdań finansowych w ocenie badanych

31 *Ibidem*.

32 C. Cunningham, *Doing the Right Thing, Even When It's Costly*, "Compliance Week", May 2009, Vol. 6, Issue 64, s. 64.

33 S. Arping, Z. Sautner, *Did SOX Section 404 Make Firms Less Opaque? Evidence from Cross-Listed Firms*, August 01, 2012, <http://ssrn.com/abstract=1561619> [dostęp 12.12.2014].

podmiotów³⁴. Udowodniono także, iż wyższa jakość systemów kontroli wewnętrznej (wprowadzonej przez Sarbanes-Oxley) istotnie wpływa na niższy koszt kapitału własnego oraz ryzyko spółki³⁵, pozytywnie wpływa również na ceny akcji³⁶.

2.1.2.1.2. 21st Century Disclosure Initiative

Amerykańska SEC w czerwcu 2008 r. rozpoczęła dyskusję nad udoskonalaniem procesu ujawniania informacji przez spółki w ramach *21st Century Disclosure Initiative*³⁷. Tematem prac był sposób ujawniania informacji, który wykorzystywałby najnowsze technologie w przekazie informacji. Celem SEC jest stworzenie systemu gromadzenia, zarządzania i interaktywnego udostępniania informacji o spółkach. Miałby on umożliwić łatwiejszy dostęp do informacji dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych³⁸. Jednocześnie stanowiłby narzędzie pomocne SEC w ochronie inwestorów i dbaniu o właściwe funkcjonowanie rynku kapitałowego. Badania pokazały, że inwestorzy często nie mają czasu na czytanie raportów przygotowanych przez spółki, ponieważ są one pisane zbyt skomplikowanym językiem, zbyt długie, a informację interesującą inwestorów czasem trudno im odnaleźć w raporcie. Dlatego też korzystają z innych źródeł (podmiotów), które te informacje oferują (na przykład brokerów). Problemem nie jest więc zawartość raportu, która wydaje się odpowiadać potrzebom inwestorów, lecz czas potrzebny do wyszukania poszczególnych informacji³⁹.

34 The Institute of Internal Auditors Research Foundation, *Sarbanes-Oxley Section 404 Work: Looking at the Benefits*, 2005, http://www.theiia.org/bookstore/media/pdf/2009.dl_ExecSumm.pdf [dostęp 12.12.2014].

35 H. A. Skaife, D. W. Collins, W. R. Kinney, Jr., R. LaFond, *The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity*, "Journal of Accounting Research", March 2009, Vol. 47, Issue 1, s. 1–43.

36 Lord & Benoit, LLC, *The Lord & Benoit Report: Do the Benefits of 404 Exceed the Cost?*, 2006, <http://www.section404.org/pdf/Lord%20%20Benoit%20Report%20Do%20the%20Benefits%20of%20404%20Exceed%20the%20Cost.pdf> [dostęp 12.12.2014]; D. Reilly, *Checks on Internal Controls Pays Off*, May 2006, http://www.section404.org/pdf/09_wall_street_journal.pdf [dostęp 12.12.2014].

37 SEC, *21st Century Disclosure Initiative*, <http://www.sec.gov/spotlight/disclosureinitiative/plan.shtml> [dostęp 12.12.2014].

38 W Stanach Zjednoczonych od 1994 roku funkcjonuje EDGAR – centralny system gromadzenia i udostępniania raportów i informacji ze spółek. Pozwala on na bezpłatny dostęp do publikacji spółek w formie elektronicznej (pliki tekstowe i HTML). Nie pozwala jednak na w pełni interaktywne wyszukiwanie informacji.

39 SEC, *Toward Greater Transparency: Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, January 2009, <http://www.sec.gov/spotlight/disclosureinitiative/report.pdf> [dostęp 12.12.2014].

Interaktywny dostęp do informacji ma zapewnić zastosowanie języka XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*)⁴⁰, który służy do przedstawienia raportów i publikacji wydawanych przez spółki. W 2009 roku zobowiązanych do przedstawiania interaktywnych publikacji zostało około 500 największych spółek (pod względem kapitalizacji)⁴¹. Ponadto SEC prowadzi prace, by w przyszłości dokumenty publikowane w oparciu o XBRL stały się oficjalnymi dokumentami (takimi jak dotychczasowe papierowe i elektroniczne)⁴².

2.1.2.2. Unia Europejska

W Unii Europejskiej, gdzie również w tym samym czasie co w Stanach Zjednoczonych obserwowano skandale księgowo⁴³, nie zdecydowano się na tak rygorystyczne regulacje jak ustawa Sarbanes-Oxley. Zamiast nakładania przepisami na spółki wielu obowiązków, wybrano drogę stosowania dobrych praktyk i autoregulacji środowiskowych, gdzie zastosowanie ma reguła „stosuj lub wyjaśnij” (*comply or explain*). Jest to tak zwane „prawo miękkie” (*soft-law approach*), którego stosowanie nie eliminuje jednak całkowicie wprowadzania regulacji obligatoryjnych. Podejście to polega na znalezieniu kompromisu i równowagi między obowiązkowymi regulacjami prawnymi a autoregulacjami środowiskowymi⁴⁴.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego zobowiązuje spółki giełdowe do zawarcia w sprawozdaniu z działalności oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego⁴⁵. Spółka musi wskazać, jakiemu kodeksowi

40 XBRL to format, w którym sporządzane są raporty finansowe – jest to język sprawozdawczości finansowej (język opisu danych i ich struktur, który stosuje standardowe znaczniki, aby zidentyfikować poszczególne informacje zawarte w raporcie). XBRL pozwala na zautomatyzowanie procesu wyszukiwania i analizy informacji, gdyż sprawozdanie w tym formacie jest przetwarzalne przez programy komputerowe. Informacje na temat XBRL można znaleźć między innymi na stronach: <http://xbrl.org>, <http://xbrl.sec.gov>.

41 SEC, *Interactive Data to Improve Financial Reporting*, <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9002.pdf> [dostęp 12.12.2014].

42 SEC, *Strategic Plan Fiscal Years 2014–2018*, 2014, <http://www.sec.gov/about/sec-strategic-plan-2014-2018-draft.pdf> [dostęp 12.12.2014]; SEC, *Important Information About EDGAR*, <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm> [dostęp 12.12.2014].

43 Na przykład w takich spółkach jak Parmalat i Royal Ahold.

44 F. Bolkestein, *The EU Action Plan for Corporate Governance – Speech*, Berlin, 24 June 2004, http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-04-331_en.htm?locale=en [dostęp 12.12.2014].

45 Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych

ładu korporacyjnego podlega lub mogłaby podlegać dobrowolnie. Powinna także poinformować o wszelkich stosowanych praktykach w zakresie ładu korporacyjnego wykraczających poza te przewidziane prawem. W przypadku gdy spółka odstępuje od któregoś z postanowień kodeksu (lub całkowicie odstępuje od stosowania takowego), ma obowiązek wskazać zakres oraz przyczyny odstąpienia. Dyrektywa nakłada również obowiązek opisu głównych cech stosowanych w spółce systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań finansowych. Jednocześnie podobnie jak w Stanach Zjednoczonych kierownictwo oraz rada nadzorcza są zobowiązani do zapewnienia jakości sprawozdania finansowego (potwierdzenia jego zgodności z przepisami rachunkowości).

Uchwalona w maju 2006 r. dyrektywa narzuca, by spółki publiczne posiadały komitet ds. audytu⁴⁶, odpowiedzialny za monitorowanie procesu sprawozdawczości finansowej, skuteczności systemów kontroli wewnętrznej, audytu wewnętrznego oraz zarządzania ryzykiem. Ponadto komitet ma za zadanie monitorować proces badania sprawozdania finansowego, a także dokonywać przeglądu niezależności firmy audytorskiej (biegłego rewidenta), w szczególności w kwestii świadczenia przez tę firmę dodatkowych usług dla spółki (na przykład doradczych)⁴⁷. Regulacje Unii Europejskiej przyjmują więc w pewnym zakresie rozwiązania podobne do tych wprowadzonych w Stanach Zjednoczonych.

2.1.2.2.1. Dyrektywa *Transparency*

W 2003 roku Unia Europejska zainicjowała „Plan działania w sprawie modernizacji prawa spółek oraz wzmocnienia nadzoru korporacyjnego w UE”⁴⁸. Motywowany był on negatywnymi skutkami skandali fi-

sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń, Dz. Urz. UE L224/1 16.8.2006.

46 Szerzej nt. komitetu ds. audytu zob. np.: M. Marcinkowska, *Rola komisji ds. audytu we wspieraniu efektywnego nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. UŁ, Łódź 2004; J. Gad, *Działalność komitetu audytu a wiarygodność sprawozdań finansowych w obliczu kryzysu*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.

47 Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG, Dz. Urz. UE L157/87 9.6.2006.

48 *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF> [dostęp 12.12.2014].

nansowych oraz wzrostowym trendem liczby spółek działających w kilku krajach Unii Europejskiej, a także procesem rozszerzania Unii Europejskiej o nowe kraje członkowskie. Wpisuje się on w dążenie do stworzenia jednolitego rynku kapitałowego w Europie. Jego cele to⁴⁹:

- wzmocnienie praw akcjonariuszy i ochrony praw pozostałych podmiotów,
- poprawa efektywności i konkurencyjności przedsiębiorstw.

Jednym ze środków osiągnięcia powyższych celów jest zwiększenie zakresu ujawnianych przez spółki informacji, a tym samym przejrzystości spółek. Dokonano tego za pomocą Dyrektywy zwanej *Transparencją*⁵⁰, której celem jest harmonizacja wymogów informacyjnych spółek giełdowych. Podstawą do jej wprowadzenia była wcześniejsza decyzja o harmonizacji przepisów rachunkowości (o wprowadzeniu MSR/MSSF w Unii Europejskiej⁵¹) spółek giełdowych. Przy tym zwracano uwagę, że celem dyrektywy nie jest nakładanie dodatkowych obowiązków na spółki giełdowe w krajach członkowskich Unii, a jedynie ich harmonizacja (wiele jej zapisów funkcjonowało już wcześniej w poszczególnych krajach)⁵².

Zwiększenie przejrzystości ma wpływać na lepszą ochronę inwestorów, większe ich zaufanie oraz usprawniać funkcjonowanie unijnego rynku kapitałowego. Wyższy poziom ochrony inwestorów oraz większa harmonizacja przepisów regulujących zawartość publikowanych przez spółki raportów pozwala wyeliminować przeszkody w dopuszczaniu papierów wartościowych do obrotu w państwach członkowskich Unii Europejskiej (zwłaszcza poza krajem macierzystym spółki w ramach Unii Europejskiej). Dyrektywa zakłada, że zwiększanie przejrzystości to także zadanie inwestorów, którzy powinni informować emitentów o zmianach w posiadaniu znaczących pakietów akcji, tak by następnie mogły o tym informować spółki.

49 European Commission, *Transparency requirements for listed companies*, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm [dostęp 12.12.2014].

50 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, Dz. Urz. UE L157/879.6.2006.

51 Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości...

52 PricewaterhouseCoopers, *The EU Transparency Directive*, July 2007, http://www.pwc.com/en_GX/gx/ifrs-reporting/pdf/transparency.pdf [dostęp 12.12.2014].

Dyrektywa określa minimalne obowiązki spółek w zakresie informacji publikowanych w raportach śródrocznych, półrocznych oraz rocznych. Reguluje także kwestie związane z raportami bieżącymi.

Dyrektywa *Transparency* (z późniejszymi zmianami⁵³) nakazuje, by roczne sprawozdanie finansowe było opublikowane nie później niż cztery miesiące po zakończeniu roku obrotowego, a sprawozdanie półroczne – nie później niż trzy miesiące po zakończeniu półrocza. Raporty te powinny być publicznie dostępne przez okres co najmniej dziesięciu lat.

Sprawozdanie roczne jest najobszerniejsze i zgodnie z zapisem dyrektywy zawiera:

- zbadane sprawozdanie finansowe,
- sprawozdanie zarządu,
- oświadczenia, iż sprawozdania finansowe są sporządzone zgodnie z obowiązującymi standardami rachunkowości, odzwierciedlają prawdziwy i rzetelny stan aktywów i pasywów, sytuacji finansowej oraz zysków i strat spółki oraz że sprawozdanie zarządu zawiera rzetelny obraz rozwoju i rentowności oraz sytuacji spółki, w tym opis podstawowych ryzyk i niepewności;

Sprawozdanie półroczne zawiera:

- skrócone sprawozdanie finansowe,
- okresowe sprawozdanie zarządu,
- oświadczenia, iż sprawozdania finansowe są sporządzone zgodnie z obowiązującymi standardami rachunkowości, odzwierciedlają prawdziwy i rzetelny stan aktywów i pasywów, sytuacji finansowej oraz zysków i strat spółki,
- co najmniej wskazanie istotnych zdarzeń, które miały miejsce podczas pierwszych sześciu miesięcy roku obrotowego, oraz ich wpływu na skrócony zbiór sprawozdań finansowych, wraz z opisem głównych zagrożeń oraz niepewności związanych z pozostałymi sześcioma miesiącami roku obrotowego.

Sprawozdanie śródroczne (lub kwartalne) w porównaniu do raportów rocznych i półrocznych powinno zawierać jedynie ogólny opis sytuacji finansowej i wyników spółki, a także wyjaśnienie istotniejszych wydarzeń

53 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE, Dz. Urz. UE L294/13 6.11.2013.

i transakcji i ich wpływu na sytuację finansową i wyniki spółki. Zmniejszenie zakresu i szczegółowości informacji w raportach śródrocznych miało zapobiec koncentracji inwestorów i samych spółek na krótkoterminowych wynikach⁵⁴.

Dyrektywa nakazuje także, by państwa członkowskie posiadały przynajmniej jeden system przechowywania raportów. Ma to służyć dążeniu do stworzenia europejskiej bazy informacji dostępnej dla inwestorów.

W 2010 roku Komisja Europejska przedstawiła wyniki badania dotychczasowego funkcjonowania Dyrektywy *Transparency*⁵⁵. Wskazano, że zdecydowana większość badanych interesariuszy (emitenci, inwestorzy instytucjonalni i indywidualni, analitycy finansowi, giełdy, media) uznała dyrektywę za użyteczny instrument dla zapewnienia efektywnego funkcjonowania rynku. Badania dowiodły, że emitenci stosują się na ogół do wymogów sprawozdawczości finansowej. Ujawniane informacje zostały ocenione jako użyteczne i wystarczające dla celów inwestycyjnych. Pozytywnie oceniono uproszczenie wymogów językowych dotyczących ujawnianych informacji. Podkreślono, iż dotychczasowe wyniki nie wykazały jednoznacznie gospodarczych efektów funkcjonowania dyrektywy dla rynków finansowych.

Problematyczne okazało się jedynie określenie przez dyrektywę minimalnego zakresu ujawnianych informacji. Państwa członkowskie mogą bowiem nakładać na spółki bardziej rygorystyczne wymogi. Powoduje to nierównomierność stosowanych wymogów pomiędzy poszczególnymi krajami. Powstaje pytanie, czy charakter minimalnej harmonizacji jest zatem odpowiedni dla uzyskania harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości w Unii Europejskiej.

Zwraca się uwagę, że zachodzi konieczność dostosowania wymogów dyrektywy pod kątem innowacji na rynkach finansowych oraz zaostrzenia wymogów przejrzystości w odniesieniu do niektórych rodzajów instrumentów. W dokumencie pada także propozycja, by włączyć do dyrektywy unijne wymogi dotyczące ujawniania informacji na temat ładu korporacyjnego. Niektórzy interesariusze (organizacje pozarządowe, niektóre organizacje inwestorskie) sugerowali, iż warto także zawrzeć zapisy dotyczące ujawniania informacji dotyczących kwestii środowiskowych,

54 PricewaterhouseCoopers, *The EU Transparency Directive...*

55 Komisja Europejska, *Sprawozdanie Komisji dla Rady, Parlamentu Europejskiego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów: Funkcjonowanie dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym*, 27.05.2010, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243_pl.pdf [dostęp 12.12.2014].

społecznych i ładu korporacyjnego (ESG – *environmental, social and governance*), tak by zintegrować proces ujawniania tych informacji ze sprawozdawczością finansową.

W raporcie oceniającym funkcjonowanie dyrektywy wskazano również na niewielki postęp w tworzeniu ogólnoeuropejskiego systemu gromadzenia i udostępniania danych o spółkach giełdowych. Odbiorcy muszą poszukiwać informacji w 27 różnych krajowych bazach danych.

Mając na uwadze ocenę funkcjonowania Dyrektywy *Transparencji*, w 2013 roku uaktualniono jej zapisy⁵⁶, chcąc zmniejszyć obciążenia administracyjne i tym samym zwiększyć widoczność i zainteresowanie inwestorów małymi i średnimi emitentami. Ponadto ustalono, że od 2020 roku planuje się zobligować spółki do publikowania rocznych sprawozdań finansowych w jednolitym formacie elektronicznym (na przykład w XBRL). Natomiast do roku 2018 powinien zostać uruchomiony system dostępu do raportów spółek na poziomie unijnym, co ma ułatwić inwestycje transgraniczne. Zmiany dotyczące formatu sprawozdania oraz scentralizowanej unijnej bazy raportów są podobne do tych, które wcześniej zaczęto wdrażać w Stanach Zjednoczonych.

2.1.2.3. Kodeksy dobrych praktyk

Wiele krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej opublikowało kodeksy dobrych praktyk, które regulują podstawowe kwestie dotyczące nadzoru korporacyjnego. Są one istotnym elementem wspomnianego podejścia „stosuj lub wyjaśnij”, gdzie przepisy prawa stanowią jedynie, że spółka musi informować otoczenie, czy i jaki kodeks lub dobre praktyki stosuje. Zawartość samych kodeksów jest natomiast wynikiem prac prowadzonych przez różne podmioty (organizacje środowiskowe, giełdy).

Uregulowania tego typu mogą mieć zarówno charakter krajowy, jak i międzynarodowy. Problemy nadzoru korporacyjnego są szeroko dyskutowane zwłaszcza w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, Niemczech, Francji i Japonii.

56 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE...

2.1.2.3.1. OECD

Duże znaczenie w rozwoju kodeksów nadzoru korporacyjnego na świecie miały „Zasady nadzoru korporacyjnego OECD”⁵⁷, których pierwsza wersja opublikowana została w 1999, a wersja zaktualizowana w 2004 roku. Stanowiły one wytyczne zarówno dla krajów należących do organizacji, jak i znajdujących się poza nią, będąc jednocześnie wzorcem uznanym przez Bank Światowy oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy⁵⁸. Reprezentują również jeden z dwunastu kluczowych standardów Zdrowych Systemów Finansowych (*Sound Financial Systems*) określonych przez Forum Stabilności Finansowej (obecnie *Financial Stability Board*)⁵⁹.

Według zasad OECD „ramy nadzoru korporacyjnego powinny gwarantować terminowe publikowanie przez spółki precyzyjnych informacji, odnoszących się do wszystkich istotnych spraw dotyczących tych spółek, w tym informacji na temat sytuacji finansowej, wyników, struktury właścicielskiej kapitału i nadzoru sprawowanego nad spółką”⁶⁰. W szczególności publikowane powinny być zatem: cele, wyniki spółki, informacje na temat wspólników posiadających znaczne pakiety akcji, polityki wynagrodzeń kierownictwa i rady, transakcji z powiązаныmi kontrahentami, czynników ryzyka, istotne zagadnienia dotyczące pracowników i innych interesariuszy, struktury i polityki nadzoru. Informacje te powinny być przygotowane zgodnie z rygorystycznymi standardami rachunkowości i publikacji danych finansowych i niefinansowych. Ponadto zawarto zapis o niezależności podmiotu badającego sprawozdanie finansowe, który zobowiązany jest odpowiadać przed akcjonariuszami spółki. Spółka powinna w taki sposób publikować informacje, by dostęp do nich był równoprawny, terminowy i efektywny kosztowo⁶¹.

2.1.2.3.2. ONZ

ONZ przygotowała zestaw dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, aby wspomóc zarówno spółki, jak i regulatorów w kształtowaniu polityki ujawniania informacji (w tym także w krajach rozwijających się lub w okresie transformacji)⁶². Podstawą do jego stworzenia były między innymi następujące pozycje:

57 OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD...*

58 IFC, *OECD Principles*, http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/OECD_principles [dostęp 12.12.2014].

59 Financial Stability Board, *12 Key Standards for Sound Financial Systems*, http://www.financialstabilityboard.org/cos/key_standards.htm [dostęp 12.12.2014].

60 OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD...*

61 *Ibidem*.

62 ONZ, *Guidance On Good Practices In Corporate Governance Disclosure*, 2006, http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20063_en.pdf [dostęp 12.12.2014].

- Zasady nadzoru korporacyjnego OECD,
- *International Corporate Governance Network (ICGN) Corporate Governance Principles*,
- prace *Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting (ISAR)*,
- *The Commonwealth Association for Corporate Governance Guidelines (CACG Guidelines)*,
- publikacje *European Association of Securities Dealers (EASD)*,
- dyrektywa *Transparency*,
- *King II Report on Corporate Governance for South Africa*,
- Raport Cadbury'ego,
- *The Combined Code*,
- *Sarbanes-Oxley Act*.

Zebranie zaleceń z wielu dokumentów miało na celu ukazanie zbieżności poglądów w kwestii ujawniania informacji na temat nadzoru korporacyjnego. Omawiany dokument zawiera najlepsze praktyki w zakresie ujawniania informacji finansowych i niefinansowych (w tym także sposobu i terminu podania informacji).

2.1.2.3.3. Rozwiązania brytyjskie

Wielka Brytania ma długą historię w kształtowaniu zasad nadzoru korporacyjnego⁶³ i może być uważana za pioniera w tej dziedzinie⁶⁴. W 1992 roku opublikowano *Cadbury Report*, będący efektem pracy nad finansowymi aspektami nadzoru korporacyjnego⁶⁵. Po serii skandali w dużych spółkach (na przykład Maxwell Communications, Polly Peck, BCCI) nad dokumentem pracowały wspólnie *Financial Reporting Council*, giełda londyńska oraz profesjonalne ciała z zakresu rachunkowości⁶⁶. Charakterystyczną i innowacyjną cechą brytyjskich regulacji było wówczas promowanie zasady „stosuj lub wyjaśnij” zamiast narzucania przepisami prawa nadmiernych i szczegółowych obowiązków. Przestrzeganie zasad dobrych praktyk przez spółki miało być wynikiem presji i oczekiwań ze strony akcjonariuszy. Podkreślaną zaletą podejścia polegającego na dobrowolnym stosowaniu przez spółkę zapisów kodeksu i dobrych praktyk była jego elastyczność. Kodeks zawiera główne wytyczne, a spół-

63 Już w 1844 r. zaprezentowano model nadzoru korporacyjnego w *Joint-Stock Companies Act*, zob.: N. MacDonald, A. Beattie, *The Corporate Governance Jigsaw*, „Accounting & Business Research” 1993, Vol. 23, Issue 91A, s. 304–310.

64 S. Arcot, V. G. Bruno, *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, May 2006, <http://ssrn.com/abstract=819784> [dostęp 12.12.2014].

65 *Cadbury report. The Financial Aspects of Corporate Governance...*

66 M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 102.

ka na jego podstawie w optymalny sposób konstruuje system nadzoru korporacyjnego (zależnie od specyfiki spółki i warunków, w jakich działa).

W 1995 roku wydano *Greenbury Report*, który wspierał kodeks Cadbury'ego, a został opracowany przez grupę powołaną przez organizację Confederation of British Industry⁶⁷. W 1998 roku zaprezentowano Raport Hampela oceniający funkcjonowanie powyższych kodeksów⁶⁸.

W tym samym roku opublikowano również *The Combined Code*, który czerpał z zapisów powyższych kodeksów oraz wprowadzał własne. Od 1998 roku kodeks ten był modyfikowany i uaktualniany⁶⁹. Obecnie funkcjonuje pod nazwą *The UK Corporate Governance Code*, a jego najnowsza wersja została wydana we wrześniu 2014 roku⁷⁰. Istotny jest fakt, iż regulacje brytyjskie stały się swoistym wzorcem dla tworzenia kodeksów dobrych praktyk na poziomie krajowym i międzynarodowym⁷¹. W *The Combined Code* położono większy nacisk na kwestię ujawniania przez spółki informacji. Sugerował on zwiększenie jakości publikowanych wyjaśnień na temat stosowania kodeksu (zwłaszcza w sytuacji nies stosowania się spółki do zapisów kodeksu).

Główną zasadą publikacji informacji jest wyważona i zrozumiała prezentacja oceny pozycji spółki oraz jej perspektyw. Kodeks brytyjski

67 *Director's Remuneration, Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury*, 1995, <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf> [dostęp 15.12.2014].

68 Hampel Committee, *Final Report*, January 1998, http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel_index.htm [dostęp 15.12.2014].

69 Zapisy kodeksu i jego funkcjonowanie są przedmiotem ciągłych prac. Od 1998 r. powstały między innymi: *Turnbull Report (Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code)*, ICAEW, 1999, <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf> [dostęp 25.01.2015]; *Internal control, Revised guidance for directors on the combined code*, Financial Reporting Council, 2005, <https://www.frc.org.uk/getattachment/5e4d12e4-a94f-4186-9d6f-19e17aeb5351/Turnbull-guidance-October-2005.aspx> [dostęp 25.01.2015]; *Myners Report (Institutional Investment in the UK: A Review)*, HM Treasury, 2001, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/1/6/31.pdf> [dostęp 25.01.2015]; Higgs Review (*Review of the role and effectiveness of non-executive directors*), The Department of Trade and Industry, 2003, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20070603164510/http://www.dti.gov.uk/files/file23012.pdf> [dostęp 25.01.2015]; *Smith Report (Audit Committees Combined Code Guidance)*, Financial Reporting Council, 2003, http://www.ecgi.org/codes/documents/ac_report.pdf [dostęp 25.01.2015].

70 *The UK Corporate Governance Code*, September 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf> [dostęp 15.12.2014].

71 S. Arcot, V. G. Bruno, *In Letter but not in Spirit ...*

w obecnej wersji zaleca publikowanie między innymi następujących pozycji w raporcie rocznym spółki:

- opis sposobu funkcjonowania rady dyrektorów (w tym podejmowania decyzji), funkcjonowania komitetów (ds. wynagrodzeń, audytu), nazwiska osób w niej zasiadających,
- opis sposobu oceny efektywności rady,
- wyjaśnienie odpowiedzialności rady za rachunkowość spółki oraz przygotowanie rzetelnie, w sposób wyważony, zrozumiałego sprawozdania finansowego dostarczającego inwestorom informacji na temat sytuacji, wyników, modelu biznesowego oraz strategii spółki,
- wyjaśnienie podstaw generowania lub zachowania wartości spółki w długim okresie oraz strategii osiągania celów spółki,
- zapewnienie o kontynuacji działalności (*going concern*) wraz z odpowiednimi założeniami lub zastrzeżeniami,
- potwierdzenie, że przeprowadzono ocenę głównych ryzyk, w tym dotyczących modelu biznesowego, przyszłych wyników, płynności oraz wypłacalności. Należy także wskazać, jak wygląda zarządzanie i mitygacja ryzyk,
- wyjaśnienie, jak zostały określone perspektywy spółki, z uwzględnieniem ryzyk oraz odpowiednimi założeniami lub zastrzeżeniami,
- ocena efektywności systemów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej spółki,
- wyjaśnienie kwestii związanych z niezależnością audytora,
- opis działań podjętych w celu zapewnienia, że członkowie rady dążą do zrozumienia oczekiwań głównych akcjonariuszy (na przykład poprzez kontakt bezpośredni, ankiety).

Poza podstawowym kodeksem, omówionym wyżej, w 2010 roku wprowadzono komplementarny *UK Stewardship Code*⁷², który ma za zadanie zwiększyć jakość relacji spółka–inwestor. Kierowany jest on głównie do inwestorów instytucjonalnych, a ujawnienia zgodne z jego zasadami mają stanowić pomoc dla spółek w lepszym rozumieniu oczekiwań swoich głównych udziałowców. Skorzystać z nich mogą także osoby zainteresowane zbiorowym inwestowaniem.

72 *The UK Stewardship Code*, September 2012, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf> [dostęp 15.12.2014].

2.1.3. Regulacje dotyczące ujawniania informacji z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju

Ujawnianie informacji z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju⁷³ było początkowo dobrowolne i wynikało wyłącznie z decyzji podmiotu⁷⁴. Przeważał pogląd, iż pozostawienie tego w sferze dobrowolnego raportowania i autoregulacji jest wystarczającym rozwiązaniem. Od momentu publikacji pierwszych raportów dotyczących kwestii społecznych czy środowiskowych w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych podejście do problemu raportowania ulega ewolucji. Rola i konieczność raportowania społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju dla zwiększania przejrzystości przedsiębiorstw jest w coraz większym stopniu uznawana przez organy państwowe. Jest to wynikiem kryzysu zaufania do rynków z początku XXI wieku oraz kryzysu zapoczątkowanego w 2007 roku. Coraz więcej poparcia zdobywa idea zwiększania obowiązków prawnych w tym zakresie⁷⁵. Inwestorzy i organizacje pozarządowe oczekują większej roli państwa w obszarze raportowania społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju. W ciągu ostatniej dekady zainteresowanie administracji państw tym problemem znacznie wzrosło. Skutkuje to rosnącą liczbą krajowych regulacji oraz wytycznych.

W ciągu ostatniej dekady prowadzi się intensywną dyskusję, w jaki sposób regulować proces raportowania. Jedno z możliwych rozwiązań stanowi propozycja organizacji *Global Reporting Initiative*, która zasugerowała, by rozważyć wprowadzenie wymogu ujawnień informacji w kwestiach społecznych i środowiskowych na zasadzie „stosuj lub wyjaśnij”⁷⁶.

73 Odwołując się do omawianego raportowania, używa się takich pojęć szerzej ujmując zagadnienie – ujawnienia pozafinansowe. W węższym ujęciu pojawiają się terminy: ujawnienia ESG, *triple bottom line reporting* czy rachunkowość społeczna lub rachunkowość społeczno-środowiskowa. Por. J. Krasodomska, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości...*, s. 83–88.

74 Pojawienie się pierwszych raportów społecznych lub środowiskowych datowane jest na lata sześćdziesiąte i siedemdziesiąte XX wieku. Za pierwszy raport łączyący kwestie społeczne i ekologiczne uznaje się raport spółki The Body Shop z 1995 r.

75 GRI, UNEP, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, *Carrots And Sticks – Promoting Transparency And Sustainability*, 2010, <https://www.globalreporting.org/resource/library/Carrots-And-Sticks-Promoting-Transparency-And-Sustainability.pdf> [dostęp 15.12.2014].

76 GRI, *The Amsterdam Declaration on Transparency and Reporting*, March 2009, http://www.csrwire.com/press_releases/15371-The-Amsterdam-Declaration-on-Transparency-and-Reporting [dostęp 15.12.2014].

Od września 2009 do lutego 2010 roku Komisja Europejska przeprowadziła serię spotkań przedstawicieli różnych grup interesariuszy, by dyskutować nad możliwymi scenariuszami polityki Unii Europejskiej w zakresie raportowania kwestii społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju⁷⁷. Głównym problemem debaty była analiza zalet i wad obowiązkowego oraz dobrowolnego raportowania (w wyniku autoregulacji) omawianych kwestii. Wprowadzanie wymogów prawnych jest sposobem na uporządkowanie procesu ujawniania informacji. Powoduje większą wiarygodność i porównywalność publikowanych informacji w raportach różnych podmiotów. Z drugiej strony wymogi mogą nie być dostosowane do specyfiki każdego podmiotu czy branży, co w szczególnych przypadkach może ograniczać konkurencyjność przedsiębiorstwa. Autoregulacja środowiskowa pozbawiona tych wad grozi natomiast sytuacją, w której z uwagi na konkurencję i konflikt interesów sankcje za nieprzestrzeganie wytycznych czy kodeksów mogą być zbyt łagodne. Zestawienie zalet i wad obu podejść prezentuje tabela 3.

Tabela 3. Zalety i wady obowiązkowego i dobrowolnego raportowania społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju

Rodzaj raportowania	Zalety	Wady
Raportowanie obowiązkowe	Niekompletność dobrowolnych raportów Konieczność ujawniania także niekorzystnych informacji	Możliwe niedopasowanie wymogów do specyfiki branży – luka wiedzy między tworzącym regulacje a przedsiębiorstwami danej branży. Nieelastyczność – brak dopasowania do zmiennych warunków. Ograniczenie konkurencyjności (poprzez ujawnianie kluczowych informacji).
	Większa wiarygodność i porównywalność Standaryzacja	Brak motywacji do innowacyjności i ujawniania informacji wykraczających poza wymogi.
	Równe traktowanie inwestorów	
Raportowanie dobrowolne (autoregulacja)	Elastyczność	Konflikt interesów – branża a otoczenie Nieodpowiednie sankcje – zbyt łagodne.
	Zgodne ze specyfiką przedsiębiorstwa/ branży	Globalna konkurencja – może zmniejszać efektywność autoregulacji, niższe standardy, by sprostać konkurencji z innych krajów.

Źródło: oprac. na podst.: GRI, UNEP, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, *Carrots And Sticks – Promoting Transparency And Sustainability*.

⁷⁷ *Workshops on the disclosure of environmental, social and governance information*, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/reporting-disclosure/swedish-presidency/files/summaries/1-enterprises_en.pdf [dostęp 15.12.2014].

Wnioski z dotychczasowych prac i dyskusji sugerują, iż właściwe wydaje się traktowanie obu rozwiązań (wymogi i autoregulacje) komplementarnie oraz widoczna jest próba łączenia obu podejść. Minimum obowiązków byłoby określone prawnie, natomiast ujawnianie informacji ponad te wymogi leżałoby w gestii podmiotu i zależne było od innowacji i chęci zyskania przewagi konkurencyjnej przez raportujący podmiot⁷⁸.

Przegląd przepisów prawa oraz wytycznych związanych z raportowaniem społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju wykazał, że około dwóch trzecich z badanych standardów (142 standardy z 30 krajów) ma charakter regulacji. Przy tym niektóre z nich dotyczą jedynie określonych przedsiębiorstw (na przykład bardzo dużych lub państwowych) czy branż (przemysł wydobywczy).

Krajami wiodącymi w regulacji zagadnień związanych z raportowaniem kwestii społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju są kraje skandynawskie. W Szwecji od 1999 roku niektóre przedsiębiorstwa są zobowiązane raportować kwestie środowiskowe i społeczne. Ponadto od 2007 roku spółki państwowe muszą publikować raport na temat zrównoważonego rozwoju zgodnie z wytycznymi Global Reporting Initiative. Od 1998 roku norweska ustawa o rachunkowości wymaga od wszystkich przedsiębiorstw jej podlegających ujawniania informacji na temat kwestii pracowniczych oraz środowiskowych. Podobne uregulowania ma Finlandia od 1997 roku. W Danii od 2010 roku największe spółki państwowe i prywatne muszą sporządzać raport na temat społecznej odpowiedzialności⁷⁹. Inne kraje europejskie, które zdecydowały się na wprowadzenie obowiązku publikowania w raportach omawianych informacji, to między innymi Francja (od 2003 roku) i Wielka Brytania (od 2007 roku).

Zestawienie wybranych regulacji prawnych na świecie, które zawierają zapisy normujące publikowanie informacji w kwestiach społecznych i środowiskowych, a także pełniejszych raportów w postaci tych ujmujących kwestie zrównoważonego rozwoju, zawiera tabela 4.

78 GRI, UNEP, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, *Carrots And Sticks – Promoting Transparency And Sustainability...*

79 Forum Odpowiedzialnego Biznesu, *Sprawozdawczość z zakresu CSR obowiązkowa w Danii*, 20.01.2009, <http://beta.fob.org.pl/pl/praktyka-csr/aktualnosci/sprawozdawczosc-z-zakresu-csr-obowiazkowa-w-danii,2171.html> [dostęp 24.01.2015].

Tabela 4. Wybrane regulacje prawne zawierające zapisy dotyczące ujawniania informacji w kwestiach społecznych i środowiskowych

Kraj	Nazwa regulacji
Australia	Corporations Act, 2001 Financial Services Reform Act, 2001 Energy Efficiency Opportunities Act, 2006 National Pollutant Inventory, 1998 ASIC Section 1013DA Disclosure Guidelines, 2003 New South Wales (NSW) Greenhouse Gas Abatement Scheme, 2003
Austria	Austrian Commercial Code (UGB), 2005
Belgia	The Social Balance Sheet, 2003 VLAREM II (art. 4.1.8), 1995
Brazylia	Law n° 11638/2007 Brazilian Accounting Norm (NBC) T 3.7, 2008 Environmental NBC, 2009 Law Project n° 3613/2008 Project Law – PL 32/99 Aneel Guidelines for Annual Sustainability Report – Despacho 3034/2006 – 21.12.2006
Chiny	Environmental Information Disclosure Act, 2007 Guidelines on Environmental Information Disclosure by Companies Listed on the Shanghai Stock Exchange, 2008 Guidelines to the State-owned Enterprises directly under the Central Government on Fulfilling Corporate Social Responsibilities, 2008
Dania	The Green Accounts Act, 1995 The Danish Financial Statements Act, 2001
Ekwador	Environmental Management Law, 1999 Regulation of the Environmental Management Law for the Prevention and Control of Environmental Contamination, 2002 Environmental Regulation for Hydrocarbon Activities, 2001 Mining Law, 2009
Finlandia	The Finnish Accounting Act, 1997 Wytyczne Finnish Accounting Board, 2006
Francja	Les Nouvelles Regulations Economiques, 2003
Grecja	Law 3487, 2006
Hiszpania	Resolución de 25 de marzo de 2002 National Accounting Plan, 2007 Draft Sustainable Economy Law, 2009 (Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible) Public Agencies Transparency Royal Decree, 2009
Holandia	Dutch Civil Code, 1838 Environmental Protection Act, 1993
Indie	The Companies Act, 1956 Wymogi Indian Chartered Accounts Institute (ICAI), 2008 Environment (Protection) Act of 1986 Indian Factories Act, 1948 (Amended in 1987)
Indonezja	Law No. 40/2007 Concerning Limited Liability Company Law Capital Markets Regulation No. X.K.6 Finance Minister Regulation No. 316/KMK.016/1994

Tab. 4 (cd.)

Kraj	Nazwa regulacji
Japonia	Law Concerning the Promotion of Business Activities with Environmental Consideration, 2005 The Pollutant Release and Transfer Register Law, 2001 Law concerning the Rational Use of Energy, 1979 Act on Promotion of Global Warming Countermeasures Railway Enterprise Act, 2006 Civil Aeronautics Act, 2006 ELV Recycling Law, 2002
Kanada	Wymogi Komisji Papierów Wartościowych The Canadian Environmental Protection Act, 1999 The Bank Act, 1991
Niemcy	Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG), 2005
Norwegia	The Norwegian Accounting Act, 1998 White Paper "Corporate Social Responsibility in a Global Economy", 2009
Portugalia	29th Accounting Standard, 2004 Sustainability Report, 2006 Social Balance, 1985
RPA	National Black Economic Empowerment Act, 2003 Employment Equity Act, 1998 Companies Act, 2008 The Consumer Protection Bill, 2009 The Public Finance Management Act (PFMA), 1999 Mineral Resources and Petroleum Bill, 2009
Szwecja	Annual Accounts Act, 1999 Guidelines for external reporting by state-owned companies, 2007
USA	EEO-1 Survey Wymogi SEC Wymogi The National Association of Insurance Commissions (NAIC)
Węgry	Accounting Act, Act C of 2000
Wielka Brytania	The British Companies Act, 2006 Combined Code, 2003 Climate Change Act, 2008 Carbon Reduction Commitment (CRC), 2010
Włochy	Legislative decree no. 32/2007 Directors' report on financial statements, 2009 Ministerial Decree of 24 January 2008

Źródło: GRI, UNEP, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, *Carrots And Sticks – Promoting Transparency And Sustainability*.

Jak wskazano w tabeli 4, regulacje dotyczące raportowania pozafinansowego są w niektórych krajach obecne już nawet od dekady. Różna jest natomiast szczegółowość tych regulacji, a co za tym idzie zakres i jakość ujawnień. Problem ten prześledzić można na przykładzie dyrektyw unijnych.

Za sprawą Dyrektywy 2003/51/WE wszystkie kraje Unii Europejskiej najpóźniej w 2009 roku musiały zaimplementować w narodowych regulacjach wymagania co do zawartości sprawozdania z działalności. Dyrektywa wymagała, by zawierało ono co najmniej rzetelną ocenę rozwoju i wyników spółki oraz jej sytuacji wraz z opisem dotyczącego jej najważniejszego ryzyka i niepewności. Ocena ta miała być zrównoważoną i pełną analizą rozwoju spółki. Oczekiwano, że w odpowiednich przypadkach należy więc zawrzeć także informacje niefinansowe, kluczowe wskaźniki wyników związane z daną działalnością (KPI – *key performance indicators*), w tym informacje dotyczące ochrony środowiska i spraw pracowniczych⁸⁰. Dyrektywa 2013/34/UE powtarza powyższe zapisy wskazując, że informacje publikowane przez spółki nie powinny ograniczać się tylko do aspektów finansowych działania jednostki⁸¹. Były to nadal jednak wymogi bardzo ogólnie sformułowane. Ponadto to spółka decyduje, czy do jej oceny istotna jest publikacja informacji z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu. Ogólność wymogów doprowadziła do sytuacji, gdzie mniej niż 10% największych przedsiębiorstw w Unii Europejskiej regularnie raportuje na temat wymienionych zagadnień⁸². Odpowiedzią na ten problem ma być nowa dyrektywa 2014/95/UE⁸³ zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE⁸⁴. Będzie ona obowiązywać tylko większe jednostki (powyżej 500 pracowników), gdyż koszty dodatkowych ujawnień uznano za potencjalnie zbyt duże dla podmio-

80 Dyrektywa 2003/51/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 18 czerwca 2003 r. zmieniająca dyrektywy 78/660/EWG, 83/349/ EWG, 86/635/ EWG i 91/674/ EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, banków i innych instytucji finansowych oraz zakładów ubezpieczeń, Dz. Urz. UE L 178/16 17.07.2003.

81 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG, Dz. Urz. UE L182/19 29.06.2013.

82 European Commission, *Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups – Frequently asked questions*, Bruxelles, 15.04.2014, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-301_en.htm [dostęp 15.12.2014].

83 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy, Dz. Urz. UE L330/1 15.11.2014.

84 European Commission, *Improving corporate governance: Europe's largest companies will have to be more transparent about how they operate*, Bruxelles, 15.04.2014, http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-14-124_en.htm [dostęp 15.12.2014].

tów małych i średnich. Ma zwiększać transparentność przedsiębiorstw poprzez nakładanie obowiązku ujawniania informacji na temat ryzyk, wyników oraz polityki w kwestiach środowiskowych, pracowniczych i społecznych, poszanowania praw człowieka i przeciwdziałania korupcji. Zdecydowano się na wprowadzenie pewnego minimalnego zakresu obowiązkowych ujawnień, gdyż dotychczasowe pozostawienie spółkom decyzji co do ujawnień okazało się mało efektywne. Stosuje się tu zasadę „stosuj lub wyjaśnij”. Brak ujawnień w obszarze społecznym czy środowiskowym musi być zatem wskazany i wyjaśniony. Przygotowując raporty, jednostki mogą opierać się na krajowych, unijnych lub międzynarodowych wytycznych odnośnie do raportowania. Zgodnie z nową dyrektywą sprawozdania z działalności będą musiały być przygotowywane począwszy od roku 2017.

Wydaje się, że decyzja o wprowadzeniu obowiązkowych ujawnień w obszarze społecznym i środowiskowym pozwoli zwiększyć przejrzystość spółek w Unii Europejskiej. Decyzja ta dowodzi jednocześnie, iż konieczność podnoszenia przejrzystości przez raportowanie informacji pozafinansowych zdobywa coraz większe uznanie, a ujawnienia obowiązkowe mogą zacząć odgrywać większą rolę niż dotychczas. Szczegółowe wytyczne nie będą pozostawać tylko w sferze ujawnień dobrowolnych. Komisja Europejska wprowadzając nową dyrektywę zapowiedziała, że będzie ona podstawą do dalszych prac mających na celu stworzenie wytycznych odnośnie do raportowania informacji pozafinansowych. Obecne rozwiązania zmierzają więc w kierunku wspomnianego wcześniej łączenia ujawnień obowiązkowych i dobrowolnych.

2.2. Inicjatywy na rzecz zwiększania przejrzystości spółek

Wiele podmiotów zajmuje się kwestią zakresu i jakości informacji przekazywanych przez spółki. Efektem tych prac są opracowania i wytyczne dotyczące rodzaju, jak i sposobu przekazywania informacji zarówno inwestorom, jak i pozostałym interesariuszom. Koncentrują się one głównie na promowaniu dobrowolnego rozszerzania zakresu informacji ujawnianych przez spółki. Nie mają one charakteru regulacji, ale mogą w przyszłości stać się dobrymi praktykami, których stosowanie będzie wynikiem oczekiwań otoczenia spółki (względnie wynikiem regulacji).

Obecnie stanowią one głos w dyskusji na temat przejrzystości przedsiębiorstw. Podmiotami zaangażowanymi w takie prace są:

- organizacje tworzące standardy rachunkowości (jak FASB, IASB),
- organizacje zawodowe (na przykład zrzeszające księgowych, biegłych rewidentów, analityków finansowych),
- regulatorzy, nadzorcy rynków (w tym sektora giełdowego, bankowego, ubezpieczeniowego),
- partnerstwa, porozumienia, konsorcja zrzeszające różne grupy interesariuszy (*multistakeholder initiatives*) – spółki giełdowe, naukowców, organizacje międzynarodowe,
- pojedyncze przedsiębiorstwa, które ujawniają informacje o społecznej odpowiedzialności czy zasobach niematerialnych. Ich raporty mogą stanowić następnie wzór dla innych podmiotów,
- podmioty komercyjne zajmujące się usługami doradczymi, które mogą tworzyć standardy raportowania,
- środowiska akademickie,
- organizacje non-profit.

Prace nad zwiększaniem przejrzystości są prowadzone we wszystkich obszarach, w których spółki mogą ujawniać informacje. Są to więc projekty związane z raportowaniem:

- społecznej odpowiedzialności biznesu,
- zrównoważonego rozwoju,
- zasobów niematerialnych,
- wizerunku przedsiębiorstwa.

Należy jednak zwrócić uwagę, iż często publikowane zalecenia czy wytyczne obejmują jednocześnie ujawnienia z zakresu kilku obszarów. Wiele z nich proponuje kompleksowe podejście i wypracowanie modelu ujawnień, który odpowiadałby potrzebom informacyjnym szerokiego kręgu interesariuszy.

2.2.1. Inicjatywy związane z raportowaniem informacji na temat społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju

Rosnącego nieustannie zainteresowania problematyką społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju dowodzą setki inicjatyw, w ramach których powstają kodeksy, zestawy dobrych praktyk, wytyczne, standardy i systemy certyfikacji. Jak już wcześniej wspomniano, funkcjonuje już także stosunkowo duża liczba regulacji. Regulacje te mogą jednakże dopuszczać, by raportowanie społecznej

odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju wspomagane było dotychczas wypracowanymi wytycznymi i dobrymi praktykami.

Omawiane wskazówki, wytyczne, standardy różnią się między sobą zakresem tematycznym oraz poziomem szczegółowości. Niektóre z nich stanowią ogólne zasady postępowania (*global compact*), inne natomiast proponują kompleksowe wytyczne służące identyfikacji, pomiarowi i raportowaniu wyników w różnych obszarach działalności przedsiębiorstwa (*global reporting initiative*). Wśród nich są zalecenia, które dotyczą jedynie kwestii społecznych, pracowniczych czy ochrony środowiska. Z drugiej strony publikuje się też wytyczne, które sugerują, jak należy raportować, prezentując jednocześnie informacje ze wszystkich obszarów działalności przedsiębiorstwa.

Wart podkreślenia jest fakt, że w ostatniej dekadzie wiele wytycznych, których stosowanie jest dobrowolne, zostało stworzonych przez administracje państwowe. Zdaniem niektórych jest to dobry sposób, by najpierw poddać dane zalecenia testowi i sprawdzić, jak zostaną odebrane przez przedsiębiorstwa, zanim mogłyby się stać obowiązującymi regulacjami⁸⁵. Zestawienie wytycznych, dobrych praktyk sformułowanych na poziomie wybranych krajów przez różne podmioty (państwowe i prywatne) zawiera tabela 5.

Tabela 5. Wybrane inicjatywy krajowe formułujące zalecenia dotyczące raportowania informacji z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju

Kraj	Nazwa inicjatywy/projektu/opracowania
Australia	Australian Minerals Industry Framework for Sustainable Development “Enduring Value”, 2005 Triple Bottom Line Reporting in Australia, 2003 The Carbon Disclosure Project (CDP)
Brazylia	NBR 16001, 2004 Carbon disclosure project, 2006 The Ibase Model, 1997 Ethos Indicators on Corporate Social Responsibility, 2001–2009 BM&FBOVESPA recommendations, 2012
Kanada	Canadian Standards Association (CSA) GHG Registries, GHG CleanStart (2008), GHG CleanProjects (2007), GHG Challenge, GHG Reductions Building the Canadian Advantage: A Corporate Social Responsibility (CSR) Strategy for the Canadian International Extractive Sector, March 2009 Environmental Reporting Guidance, 2010

85 P. Hohnen, *Governmental ‘Soft Power’ Options, How governments can use the ‘soft power’ art of encouragement and persuasion to advance corporate engagement on social and environmental issues*, Discussion Paper, 2007, http://www.hohnen.net/articles/2007_july_6_hohnen_soft_power_discussion_paper.pdf [dostęp 15.12.2014].

Kraj	Nazwa inicjatywy/projektu/opracowania
Chile	Guide for Preparing Sustainability Reports, 2003 The economic dimension – social sustainability reports: towards basic quarterly financial statements, 2006
Chiny	Guidelines on Corporate Social Responsibility for Banking Financial Institutions in China, 2009 Guide on Social Responsibility for Chinese International Contractors, 2012 CASS–CSR reporting guideline (2.0), 2012 Shanghai Municipal Local Standards on Corporate Social Responsibility, 2008 China Sustainability Reporting Guidelines for Apparel and Textile Enterprises (CSR–GATEs), 2008 Draft Guidelines on Corporate Social Responsibility Compliance by Foreign Invested Enterprises, 2008 Guidelines on Social Responsibility for Industrial Corporations and Federations, 2011 Shenzhen Stock Exchange Social Responsibility Guidelines for Listed Companies, 2006 Green Securities Law, 2008
Dania	Social Index, 2000 Action Plan for Corporate Social Responsibility, 2008
Ekwador	Transparent System of Indicators of Business Environment Best Practice, 2008 Andean Plan of Good Corporate Governance: Fundamental Principles, 2005
Finlandia	General guidelines for recording, accounting and disclosing of environmental issues, 2006
Francja	ADEME Carbon footprint methodology, 2002 Centre of Young Leaders and Agents of Social Economy Social Impact Assessment, 2002 French National Sustainable Development Strategy 2010–2013 The Global Performance of Responsible Enterprise, 2011
Indie	Voluntary Corporate Social Responsibility Guidelines, 2009 Corporate Responsibility for Environmental Protection (CREP), 2003 National Voluntary Guidelines on Social, Environmental & Economic Responsibilities of Business, 2011 A notice to all commercial banks to embrace principles of corporate social responsibility (CSR) and sustainable development, 2007 SEBI Committee on Corporate Governance, 2003 Guidance Note on Non-Financial Disclosures, 2011 Business Responsibility Reports, 2012
Niemcy	German Sustainability Code, 2011 (revised in 2013)
Włochy	The Social reporting standards, 2013 Operational Guidelines for CSR in the banking sector, 2005 CSR–SC project, 2002 Guideline on reporting for Public Administration, 2006 The Guidelines for the Social Reporting for Not-For-Profit-Organisation, 2010 National Action Plan on Corporate Social Responsibility 2012–2014
Japonia	Environmental Reporting Guidelines, 2007

Tab. 5 (cd.)

Kraj	Nazwa inicjatywy/projektu/opracowania
Meksyk	Clean Industry Certificate (CIL), 1997 Socially Responsible Company Distinction (ESR), 2001 Inventory on Greenhouse Effects (IGE), 2004 Certificate on Corporate Social Responsibility (CRESE), 2007 The Mexican Stock Exchange's Sustainable Quotes and Prices Index, 2012
Holandia	Guidelines for the integration of social and environmental activities in the financial reporting of companies, 2010
RPA	King Report on Corporate Governance, 1994, 2002, 2010 Johannesburg Stock Exchange (JSE) Socially Responsible Investment Index (SRI Index), 2004 Johannesburg Stock Exchange Listing Requirement, 2010 Carbon Disclosure Project, 2007 Industry Specific Black Economic Empowerment Charters, 2003 State-Owned Enterprise Shareholder Compacts, 2002
Korea Południowa	Environmental Reporting Guidelines, 2004 Sustainability management (SM) report guidelines, 2006 Green Posting System, 2012 Social Contribution Performance Posting System, 2013
Hiszpania	RSE.COOP Reporting Guidelines Programme, 2005–2007 Spanish Organic Law 3/2007 for Effective Equality between Women and Men, 2007
Szwecja	Guidelines on environmental information in the Directors' Report section of the Annual Report, 1998 Sustainability goals for State-owned enterprises, 2012 Guidelines for external reporting by state-owned companies, 2007
Szwajcaria	Sustainable Development Strategy, 1997 Guidelines on voluntary reduction of energy consumption and CO ₂ emissions, 2007 3-pillar Sustainability Charter, 2009 Quality and Ethics Seal, 2009 Directive on Information relating to Corporate Governance, 2009
Wielka Brytania	Environmental Reporting Guidelines – Key Performance Indicators (KPIs), 2006
USA	Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, 2010

Źródło: GRI, UNEP, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, *Carrots And Sticks – Promoting Transparency And Sustainability*.

Oprócz wytycznych krajowych duże znaczenie w promowaniu idei społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju odgrywają projekty ponadnarodowe inicjowane przez organizacje międzynarodowe oraz organizacje zrzeszające różne grupy interesariuszy (firmy doradcze, giełdy, środowiska akademickie, organizacje non-profit). Tabela 6 zawiera wykaz wybranych inicjatyw, które w różnym stopniu odnoszą się do kwestii raportowania omawianych informacji.

Tabela 6. Wybrane inicjatywy zawierające zapisy dotyczące raportowania kwestii środowiskowych i społecznych oraz zrównoważonego rozwoju

Podmiot	Nazwa projektu/tytuł opracowania
OECD	<i>OECD Guidelines for Multinational Enterprises</i> ^a
ONZ	<i>UN Global Compact</i>
United Nations Conference on Trade and Development (ONZ)	<i>UNCTAD Guidance on corporate responsibility indicators in annual reports</i> ^b
ONZ	<i>Principles for Responsible Investment (UNPRI)</i> ^c
ONZ	<i>Sustainable Stock Exchanges</i> ^d
Global Reporting Initiative (GRI)	<i>G4 Sustainability Reporting Guidelines</i> ^e
International Finance Corporation (IFC), World Bank Group	<i>Getting More Value Out of Sustainability Reporting</i> ^f
IFAC (International Federation of Accountants)	<i>Sustainability Framework 2.0</i> ^g
AccountAbility	<i>AA1000 Standards</i> ^h
Accounting for Sustainability	<i>The Connected Reporting Framework</i> ⁱ
CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies)	<i>The 21st Century Corporation: The Ceres Roadmap for Sustainability</i> ^j
International Organization for Standardization (ISO)	<i>ISO 14001</i> <i>ISO 14063: 2006 Environmental communication – Guidelines and examples</i> ^k
International Organization for Standardization (ISO)	<i>ISO 26000: 2010 Guidance on social responsibility</i> ^l
Extractive Industries Transparency Initiative	<i>The EITI Standard</i> ^m
The World Federation of Exchanges	<i>Sustainability Working Group</i> ⁿ
Unia Europejska	<i>EMAS System Ekozarządzania i Audytu</i> ^o

^a OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2011, <http://www.oecd.org/corporate/mne/48004323.pdf> [dostęp 15.12.2014]; ^b United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, *Guidance on corporate responsibility indicators in annual reports*, 2008, http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20076_en.pdf [dostęp 15.12.2014]; ^c PRI, *The Principles for Responsible Investment*, <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/> [dostęp 15.12.2014]; ^d ONZ, *About the SSE*, <http://www.sseinitiative.org/about/> [dostęp 19.12.2014]; ^e GRI, *G4 Sustainability Reporting Guidelines*, 2013, <https://www.globalreporting.org/resource/library/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf>. [dostęp 15.12.2014]; ^f IFC, *Getting More Value Out of Sustainability Reporting*, June 2010, <https://www.globalreporting.org/resource/library/Connecting-IFCs-Sustainability-Performance-Standards-GRI-Reporting-Framework.pdf> [dostęp 15.12.2014]; ^g IFAC, *IFAC Sustainability Framework 2.0*, 2011, <http://www.ifac.org/publications-resources/ifac-sustainability-framework-20> [dostęp 15.12.2014]; ^h AccountAbility, *AA1000 Accountability Principles Standard 2008*, 2008, <http://www.accountability.org/standards/aa1000aps.html> [dostęp 15.12.2014]; ⁱ Accounting for Sustainability, *Connected Reporting – A practical guide with worked examples*, 2009, <http://www.accountingforsustainability.org/wp-content/uploads/2011/12/Connected-Reporting-A-practical-guide-with-worked-examples-17th-December-2009.pdf> [dostęp 15.12.2014];

^j CERES, *The 21st Century Corporation: The Ceres Roadmap for Sustainability*, 2010 <http://www.ceres.org/resources/reports/ceres-roadmap-to-sustainability-2010/view> [dostęp 15.12.2014]; ^k ISO, *ISO 14063: 2006*, <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:14063:ed-1:v1:en> [dostęp 15.12.2014]; ^l ISO, *ISO 26000: 2010*, <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:26000:ed-1:v1:en> [dostęp 15.12.2014]; Polski Komitet Normalizacyjny, *ISO 26000 społeczna odpowiedzialność*, http://www.pkn.pl/sites/default/files/discovering_iso_26000.pdf [dostęp 15.12.2014]; ^m EITI, *The EITI Standard*, 2013, https://eiti.org/files/English_EITI%20STANDARD_11July_0.pdf [dostęp 15.12.2014]; ⁿ WFE, *WFE Launches Sustainability Working Group*, 25.03.2014, <http://www.world-exchanges.org/insight/reports/wfe-launches-sustainability-working-group> [dostęp 19.12.2014]; ^o Generalna Dyrekcja Ochrony Środowiska, *O Emas*, <http://emas.gdos.gov.pl/o-emas> [dostęp 15.12.2014].

Źródło: opracowanie własne.

Powyższe inicjatywy mogą się różnić zakresem i tematem ujawnień, ale ich zapisy mogą się również odnosić do tych samych obszarów ujawnień. Prawdopodobnie najbardziej kompleksowym zestawem wytycznych dotyczących raportowania omawianych informacji jest *Global Reporting Initiative* (GRI).

Projekt został zapoczątkowany w 1997 roku przez organizację non-profit CERES (*Coalition for Environmentally Responsible Economies* z siedzibą w Bostonie). W 1999 r. nawiązano współpracę z ONZ, a rok później opublikowano pierwsze wytyczne. W 2003 r. do projektu włączyło się 60 kolejnych interesariuszy z całego świata, a ich liczba rosła w następnych latach (w 2008 roku było ich ponad 500). W 2014 roku wydano czwartą wersję wytycznych. Liczba podmiotów sporządzających raport w oparciu o wytyczne jest z roku na rok coraz większa (w 2009 r. było to ponad 1400, w 2010 r. około 1800, a w roku 2014 ponad 2100 podmiotów z całego świata⁸⁶).

Zalecenia GRI dotyczą raportowania zrównoważonego rozwoju, a więc uwzględniania jednocześnie trzech perspektyw: ekonomicznej, społecznej i środowiskowej (*triple bottom line*). Wytyczne określają oczekiwany zakres i cechy publikowanych danych. Najistotniejsze są zalecenia uwzględniania oczekiwań interesariuszy oraz prezentowania wyników działalności w szerszym kontekście zrównoważonego rozwoju. Podmiot uznaje odpowiedzialność względem szerokiego kręgu interesariuszy i raportuje na temat wpływu (pozytywnego lub negatywnego) prowadzonej działalności na środowisko, społeczeństwo oraz gospodarkę⁸⁷. Kluczowym elementem wytycznych jest gotowy zestaw mierników oraz zasad pomiaru i monitorowania wyników organizacji w każdym z trzech obszarów. Tym sposobem raporty zgodne ze standardem są bardziej po-

86 GRI, *GRI Sustainability Reporting Statistics Publication year 2010*, <https://www.global-reporting.org/resource/library/GRI-Reporting-Stats-2010.pdf> [dostęp 15.12.2014]; <http://database.globalreporting.org> [dostęp 15.12.2014].

87 GRI, *G4 Sustainability Reporting Guidelines*, 2013...

równywalne oraz łatwiejsze w analizie. Opracowano także taksonomię XBRL w celu generowania raportów zrównoważonego rozwoju w formacie przetwarzalnym przez programy komputerowe⁸⁸.

Mimo wielości inicjatyw dotyczących społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju, jak dotąd nie wypracowano jednego ogólnie uznanego ponadnarodowego standardu⁸⁹. Z uwagi na fakt, że wytyczne GRI są zgodne z innymi zestawami zaleceń (między innymi autorstwa ONZ i OECD) oraz w zamyśle projektowane są jako zestaw konsolidujący inne kodeksy i wytyczne dotyczące zrównoważonego rozwoju, to stają się one jednym z najbardziej rozpoznawalnych standardów raportowania społecznej odpowiedzialności czy zrównoważonego rozwoju⁹⁰. Wytyczne GRI stały się punktem wyjścia dla zyskującego popularność raportowania zintegrowanego.

2.2.2. Inicjatywy związane z raportowaniem informacji na temat zasobów niematerialnych

Podobnie jak w przypadku społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju, trwają także prace dotyczące zasobów niematerialnych⁹¹ czy kapitału intelektualnego⁹². Koncentrują się one na metodach identyfikacji, pomiaru, zarządzania, a także raportowania informacji na ich temat. Nie ma jednego obowiązującego czy uznanego międzynaro-

88 GRI, *G4 and GRI Taxonomy*, <https://www.globalreporting.org/reporting/reporting-support/xbrl/Pages/default.aspx> [dostęp 19.12.2014].

89 Opisy standardów i praktyki raportowania na temat społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw i zrównoważonego rozwoju zawierają np. prace: M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004; T. Brzozowski, *O czym informują przedsiębiorstwa w swoich raportach społecznych?*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2009, nr 42.

90 Wspomniana wcześniej uchwalona Dyrektywa 2014/95UE dotycząca raportowania kwestii społecznych i środowiskowych wskazuje właśnie na wytyczne Global Reporting Initiative jako jeden z międzynarodowych standardów, którym raportujący mogą się posłużyć.

91 Więcej informacji na temat raportowania kapitału intelektualnego można znaleźć w: D. Dobija, *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003; G. Roos, S. Pike, L. Fernström, *Managing intellectual capital in practice*, Elsevier 2005.

92 Termin „zasoby niematerialne” określa ogólnie zasoby niefizyczne. Pojęcie kapitału intelektualnego związane jest przed wszystkim z zasobami ludzkimi. Terminy te nie są tożsame, choć w dużej mierze zbieżne. Por. J. Krasodomska, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości...* s. 75–79.

dowo standardu w tym obszarze. Publikowane zalecenia i wytyczne mogą być dobrowolnie stosowane przez raportujące podmioty.

Inicjatywy organizowane są głównie z myślą o inwestorach, którzy oczekują informacji pozwalających lepiej rozumieć działalność spółki oraz wyjaśnić różnice między wartościami księgowymi a rynkowymi przedsiębiorstw. Wiele opracowań koncentruje się przede wszystkim na kwestii identyfikacji i pomiaru zasobów niematerialnych, tym samym ułatwiając publikację tych informacji w raportach spółki. Przy czym należy podkreślić, iż część inicjatyw proponuje pomiar zasobów w wartościach pieniężnych, podczas gdy pozostałe skupiają się na pomiarze w innych jednostkach. Karl Sveiby dzieli wszystkie metody związane z identyfikacją i pomiarem zasobów niematerialnych na 4 grupy, które przedstawia tabela 7 (w nawiasach podano rok powstania danego narzędzia).

W kontekście raportowania zasobów niematerialnych za przełomową należy uznać inicjatywę spółki ubezpieczeniowej Skandia, która w latach 1994–2000 uzupełniała swoje raporty roczne o informacje na temat kapitału intelektualnego. Raport opublikowany przez Skandię w 1994 był pierwszym publicznym raportem zawierającym informacje na temat kapitału intelektualnego⁹³. Wykorzystywano w tym celu narzędzie Skandia Navigator opracowane przez Leifa Edvinssona. Zgodnie z jego założeniami kapitał intelektualny rozpatrywany jest w pięciu obszarach: finanse, klienci, procesy, rozwój i ludzie. W ramach tych obszarów prezentowane są 164 wskaźniki (pieniężne i niepieniężne).

Publikacja raportu Skandii w 1994 roku przyczyniła się do zwrócenia większej uwagi na kwestie zasobów niematerialnych w zarządzaniu przedsiębiorstwem i rolę ujawniania tych informacji inwestorom. Zaczęto intensyfikować prace nad nowymi narzędziami. W latach 1992–1993 zaprezentowano Strategiczną Kartę Wyników Roberta Kaplana i Davida Nortona⁹⁴. Strategiczna Karta Wyników służy ocenie przedsiębiorstwa w czterech perspektywach: finansowej, klienta, procesów wewnętrznych oraz uczenia się i rozwoju⁹⁵. W każdym z tych obszarów należy zidentyfikować miary, które najlepiej odzwierciedlają wyniki przedsiębiorstwa, co pozwala na kompleksową ocenę jego efektywności⁹⁶.

93 L. Edvinsson, M. S. Malone, *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 46.

94 R. S. Kaplan, D. P. Norton, *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*, "Harvard Business Review", February 1992; R. S. Kaplan, D. P. Norton, *Putting the Balanced Scorecard to Work*, "Harvard Business Review", September 1993.

95 Strategiczna karta wyników może być wykorzystywana w praktyce przez dowolne podmioty, małe przedsiębiorstwa czy organizacje non-profit.

96 Więcej na temat koncepcji w: R. S. Kaplan, D. P. Norton, *Strategiczna karta wyników: jak przełożyć strategię na działanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Tabela 7. Zestawienie metod pomiaru kapitału intelektualnego

Grupa metod	Przykładowe narzędzia
Metody Bezpośredniego Pomiaru Kapitału Intelektualnego (<i>Direct Intellectual Capital</i>)	Technology Broker (1996) Citation-Weighted Patents (1996) FiMIAM (The financial method of intangible assets measurement) (2002) EVIACAE (2008) Inclusive Valuation Methodology (1998) The Value Explorer (2000) Intellectual Asset Valuation (2000) Total Value Creation (2000) Accounting for the Future (1998) HR Statement (1990) Human Resource Costing & Accounting – HRCA 1 (lata 70. XX w.), HRCA 2 (1988)
Metody Kapitalizacji Rynkowej (<i>Market Capitalization</i>)	Wskaźnik Q Tobina (lata 50. XX w.) FiMIAM (The financial method of intangible assets measurement) (2002) Investor Assigned Market Value (1998) Market-to-Book Value The Invisible Balance Sheet (1989)
Metody Zwrotu na Aktywach (<i>Return on Assets methods</i>)	EVA (Economic Value Added) (1997) Calculated Intangible Value (1997) Knowledge Capital Earnings (1999) VAIC (Value Added Intellectual Coefficient) (1997)
Metody Kart Wyników (<i>Scorecard methods</i>)	ICU Report (2009) Skandia Navigator (Nawigator Skandii) (1994) Value Chain Scoreboard (2002) IC-Index (1997) Intangible Assets Monitor (1994) Balanced Scorecard (Strategiczna Karta Wyników) (1992) IC-Rating (2002) National Intellectual Capital Index (2004) Topplinjen (2004) Danish Guidelines (2003) IC-dVAL (Dynamic Valuation of Intellectual Capital) (2003) Meritum Guidelines (2002) Knowledge Audit Cycle (2001) Value Creation Index (2000) Holistic Accounts (1995) IAbM (Intellectual asset-based management) (2004) National Intellectual Capital Index (2004)

Źródło: K. E. Sveiby, *Methods for Measuring Intangible Assets*, January 2001, updated 27 April 2010, <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm> [dostęp 19.12.2014].

Innym narzędziem, które pozwala na zarządzanie i prezentację zasobów niematerialnych, jest Monitor aktywów niematerialnych (*Intangible Assets Monitor*) autorstwa K. E. Sveiby'ego. Pozwala on na wskazanie czynników, które będą miały w przyszłości istotny wpływ na działanie przedsiębiorstwa. Zasoby niematerialne są podzielone na trzy grupy: strukturę zewnętrzną (klienci), wewnętrzną (organizacja) oraz kompetencje (pracownicy). W ramach tych trzech obszarów zaproponowano szereg wskaźników dotyczących wzrostu (rozwoju), wydajności i stabilności⁹⁷.

Niezwykle istotnym dokumentem związanym z raportowaniem na temat zasobów niematerialnych były opublikowane po raz pierwszy w 2000 roku przez duńskie Ministerstwo Nauki, Technologii i Innowacji wytyczne, które przygotowano w oparciu o doświadczenia spółek duńskich. Poddano je następnie testom przez około 100 przedsiębiorstw i organizacji, by w roku 2003 opublikować zrewidowane wytyczne w kwestii sporządzania raportu na temat kapitału intelektualnego⁹⁸. Należy podkreślić, że jest to jedna z niewielu inicjatyw, w które zaangażowana była strona rządowa (obok przykładowo wytycznych japońskich IABM wydanych w 2005 r.⁹⁹). Wytyczne określają szczegółowo proces sporządzania raportu na temat kapitału intelektualnego. Omawiane wcześniej narzędzia, choć wspomagają proces raportowania poprzez dostarczenie istotnych informacji (na przykład wskaźników), są kierowane głównie do kierownictw spółek i służą jako narzędzie zarządzania strategicznego. Wytyczne duńskiego Ministerstwa traktują raport o kapitale intelektualnym jako narzędzie kontroli procesu zarządzania wiedzą. Proponowany kształt raportu składa się z czterech części:

- wiedza – opis zasobów wiedzy potrzebnych do generowania wartości,
- wyzwania – dotyczące procesu zarządzania wiedzą,
- inicjatywy – służące realizacji wyzwań,
- wskaźniki – pozwalające monitorować postępowanie w realizacji inicjatyw.

97 K. E. Sveiby, *The Intangible Assets Monitor*, 15 May 1996, updated 20 December 1997, <http://www.sveiby.com/articles/IntangAss/CompanyMonitor.html> [dostęp 19.12.2014].

98 Danish Ministry of Science, Technology and Innovation, *Intellectual Capital Statements – The New Guideline*, February 2003, http://www.weightlesswealth.com/downloads/Intellectual_Capital_Statements_The_New_Guideline.pdf [dostęp 19.12.2014].

99 Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry, *Guidelines for Disclosure of Intellectual Assets Based Management*, 2005, http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/GuidelineforIAM.pdf [dostęp 19.12.2014].

Oprócz wytycznych Ministerstwo opublikowało także uzupełniające je wskazówki odnoszące się do analizy raportu o kapitale intelektualnym oraz przykłady gotowych raportów¹⁰⁰.

Inicjatywą wspieraną przez państwo jest także powstała w 2005 roku w Australii organizacja *not-for-profit The Society for Knowledge Economics*, której celem jest wspieranie rozwoju gospodarki opartej na wiedzy poprzez promowanie praktyk zarządzania i raportowania kapitału intelektualnego¹⁰¹.

Nad pomiarem i raportowaniem kapitału intelektualnego pracowano też w innych krajach. W tabeli 8 przedstawiono zestawienie wybranych projektów.

Tabela 8. Wybrane inicjatywy związane z raportowaniem zasobów niematerialnych

Kraj	Rok	Nazwa	Opis
Austria	1999	ARC IC Report	Prezentacja celów, potencjału i procesów oraz podsumowania materialnych i niematerialnych efektów. Całościowy obraz „intelektualnego statusu i bieżącej wartości” organizacji.
Dania	2000, 2003	Danish Guidelines	Prezentacja portfela inwestycji w zasoby wiedzy i ich efektów. Wspomaga zarządzanie i raportowanie kapitału intelektualnego, dostarcza wskaźników.
Francja	2003	IC-dVAL®	Dostarcza wskaźników i zasad pomiaru kapitału intelektualnego w sposób dynamiczny. Wspomaga zarządzanie i raportowanie kapitału intelektualnego ^a .
Niemcy	2004, 2013	Wissenbilanz	Proponuje zasady identyfikacji, pomiaru, monitorowania oraz model raportowania kapitału intelektualnego ^b .
Islandia	2006	Nordic harmonized Knowledge indicators	Proponuje zasady pomiaru i raportowania kapitału intelektualnego przez firmy ICT w krajach skandynawskich ^c .
Hiszpania	2003	Intellectus Model®	Prezentuje zasady identyfikacji zasobów niematerialnych w pięciu obszarach. Elastyczność modelu pozwala na wykorzystanie go w każdego rodzaju organizacji.

¹⁰⁰ Danish Ministry of Science, Technology and Innovation, *Analysing Intellectual Capital Statements*, 2003, http://www.pnbukh.com/files/pdf_filer/Analysing_Intellectual_Capital_Statements.pdf [dostęp 19.12.2014]; Danish Ministry of Science, Technology and Innovation, *Intellectual Capital Statements in Practice Inspiration and Good Advice*, 2002, <http://en.vtu.dk/files/publications/2002/intellectual-capital-statements-in-practice/html/complete.htm> [dostęp 20.08.2010].

¹⁰¹ Society for Knowledge Economics, *About Us*, <http://www.ske.org.au/aboutus.php> [dostęp 19.12.2014].

Tab. 8 (cd.)

Szwecja	2005	IC-Rating™	Model oceny kapitału intelektualnego w trzech obszarach (efektywność, ryzyko, zdolność do odnowy) inspirowany metodyką stosowaną przy ratingach kredytowych ^d .
Europa	2002	Meritum	Proponuje zasady tworzenia systemu identyfikacji, pomiary i kontroli zasobów niematerialnych. Rozróżnia pomiędzy niematerialnymi zasobami a niematerialnymi działaniami, w których się owe zasoby wykorzystuje. Zawiera zalecenia dotyczące raportowania ^e .
Australia	2005	The Society for Knowledge Economics	Wytyczne i badania nad modelami biznesowymi koniecznymi do rozwoju gospodarki opartej na wiedzy, w tym nad zarządzaniem i raportowaniem kapitału intelektualnego.
Japonia	2005	IAbM	Akcentuje proces nabywania i wykorzystania kapitału intelektualnego zgodnie ze strategią, celem tworzenia wartości. Proponuje mierniki i model raportowania.

^a A. Bounfour, *The IC-dVAL approach*, "Journal of Intellectual Capital" 2003, Vol. 4, Issue 3, s. 396–413; ^b Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, *Wissensbilanz – Made in Germany, Leitfaden 2.0 zur Erstellung einer Wissensbilanz*, Berlin 2013, http://www.akwissensbilanz.org/Infoservice/Infomaterial/Leitfaden_2.0_Wissensbilanz_Stand_Nov2013.pdf [dostęp 19.12.2014];

^c A. Thorleifsdottir, E. Claessen, *Putting Intellectual Capital into Practice: Nordic harmonized knowledge indicators*, Nordic Innovation Centre, 2006, http://www.nordicinnovation.org/Global/_Publications/Reports/2007/Putting%20Intellectual%20Capital%20into%20Practice-%20Nordic%20harmonized%20knowledge%20indicators.pdf [dostęp 19.12.2014]; ^d P. Hofman-Bang, H. Martin, *IC Rating*, "E-mentor" 2005, No. 4 (11), www.e-mentor.edu.pl/_xml/wydania/11/193.pdf [dostęp 19.12.2014]; ^e L. Canibano, M. Garcia Ayuso, P. Sanchez, C. Chaminade, *Guidelines for managing and reporting on intangibles (Intellectual Capital Report)*, 2002, http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/palomas/DIRECTRICES%20MERITUM%20-%20INGLES.pdf [dostęp 19.12.2014].

Źródło: oprac. na podst. raportu Komisji Europejskiej, *RICARDIS: Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs*, Bruksela 2006, http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/2006-2977_web1.pdf [dostęp 19.12.2014].

Problem zarządzania i raportowania zasobów niematerialnych podejmowany jest w ramach inicjatyw ponadnarodowych. W roku 1999 tematem zasobów niematerialnych i ich roli w rozwoju przedsiębiorstw zajęła się OECD¹⁰². W roku 2007 natomiast zapoczątkowano projekt *World Intellectual Capital Initiative (WICI)*¹⁰³. Jego inicjatorami były podmioty: *Enhanced Business Reporting Consortium, European Federation of Fi-*

102 OECD, *Measuring and Reporting Intellectual Capital*, Amsterdam, 9–11 June 1999, http://www.oecd.org/document/1/0,3343,en_2649_34173_1932737_1_1_1_1,00.html [dostęp 19.12.2014].

103 <http://www.wici-global.com>

nancial Analyst Societies, Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry, OECD, Society for Knowledge Economics, University of Ferrara, Waseda University. Celem prac jest przygotowanie globalnego standardu pomiaru i raportowania zasobów niematerialnych. W 2008 roku wydano ramy raportowania wraz z taksonomią XBRL¹⁰⁴. W opracowaniu nacisk położono na prezentację interesariuszom procesu tworzenia wartości za pomocą zasobów finansowych i niefinansowych oraz jego powiązania ze strategią. Podkreśla się tu rolę takich czynników, jak: sieci biznesowe, praca zespołowa, kompetencje techniczne i technologiczne, lojalność wobec organizacji, zdolności przywódcze czy pozytywne nastawienie pracowników. Podejście to odbiega w swoim charakterze od głównych założeń raportowania społecznego czy zrównoważonego rozwoju. Mówi się tu nie tylko o wpływie na społeczeństwo i środowisko, ale przede wszystkim o zidentyfikowaniu i ukazaniu ich roli w procesie tworzenia wartości. Akcentuje się wzajemne powiązania pomiędzy kwestiami ekonomicznymi, społecznymi i środowiskowymi. Autorzy posługują się pojęciem zintegrowanego obrazu przedsiębiorstwa¹⁰⁵. Jest to podejście przyjęte także w koncepcji raportowania zintegrowanego. Podobnie jak w wytycznych GRI, także tu proponuje się szereg gotowych mierników (KPI) wyników podmiotu w poszczególnych obszarach działania.

Wielość zaprezentowanych inicjatyw świadczy o świadomości roli zasobów niematerialnych, ich pomiaru i prezentowania w raportach przedsiębiorstw. Nie ma jednak wypracowanego jednolitego standardu raportowania kapitału intelektualnego, a omawiane inicjatywy oferują dobrowolnie stosowane wytyczne czy wskazówki¹⁰⁶. Trudno przewidzieć, czy wydanie takiego standardu jest możliwe, z uwagi na znaczną złożoność problematyki identyfikacji i pomiaru zasobów niematerialnych.

104 W tym samym czasie wytyczne do raportowania kapitału intelektualnego wydała organizacja (jeden z założycieli WICI) European Federation of Financial Analysts Societies. Tekst wytycznych w: European Federation of Financial Analysts Societies, *Principles for Effective Communication of Intellectual Capital*, 2008, <http://effas.net/pdf/setter/EFFAS-CIC.pdf> [dostęp 29.01.2015].

105 WICI, *WICI Concept Paper*, 2011, http://www.wici-global.com/wp-content/uploads/2012/06/wici_concept_jan_2011.pdf [dostęp 19.12.2014].

106 Opisy standardów i praktyki raportowania na temat kapitału intelektualnego i zasobów niematerialnych zawierają np. prace: M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa...*; S. Kasiewicz, W. Rogowski, M. Kicińska, *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006; D. Dobija, *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa...*; G. Michalczyk, *Sprawozdanie kapitału intelektualnego – źródło informacji o kreatorach wartości przedsiębiorstwa*, Uniwersytet Szczeciński, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 6.

Brak jednolitego nazewnictwa czy definicji z pewnością nie sprzyja standaryzacji.

W kontekście prezentowania kapitału intelektualnego w raporcie spółki można przypuszczać, że miejscem ujawnień nie będzie jeszcze długo (o ile w ogóle) sprawozdanie finansowe. Wynika to przede wszystkim z obowiązujących regulacji rachunkowości, które oczekują wiarygodnego pomiaru wartości aktywów. Ponadto istnieją następujące wątpliwości co do możliwości kapitalizacji elementów kapitału intelektualnego w sprawozdaniu finansowym¹⁰⁷:

- z czynnikami niematerialnymi wiąże się wysokie ryzyko i zbyt wysoka niepewność, by traktować je jako aktywa księgowe,
- koszt wytworzenia czynnika niematerialnego w mniejszym stopniu koresponduje z jego wartością (w porównaniu do aktywów materialnych); wartość ta zależna jest często od kontekstu (wartość tego samego zasobu może być inna w różnych podmiotach),
- trudno jest mierzyć wartość zasobów niematerialnych wytworzonych wewnątrznie,
- trudno jest określić możliwości danego zasobu niematerialnego do generowania korzyści ekonomicznych w przyszłości,
- amortyzacja zasobów niematerialnych może stanowić pole do nadużyć,
- wielu menedżerów nie chciałoby ujawniać informacji na temat czynników niematerialnych,
- niepowodzenie projektów inwestycyjnych związanych z czynnikami niematerialnymi i prezentowanymi w bilansie mogłoby prowadzić do sporów prawnych.

Wskazane wątpliwości powodują, że informacje na temat kapitału intelektualnego pojawiać się mogą poza sprawozdaniem finansowym: w sprawozdaniu z działalności i pozostałych elementach raportu spółki, oraz w oddzielnych dedykowanych temu zagadnieniu raportach. Warto tutaj zwrócić uwagę na wzajemne powiązania pomiędzy raportowaniem społecznej odpowiedzialności biznesu czy zrównoważonego rozwoju oraz kapitału intelektualnego. Występują one w obszarze ujawnień społecznych związanych między innymi z relacjami z otoczeniem (pracownikami, klientami, kontrahentami). Z tego powodu niektóre wytyczne powielają zalecenia dotyczące ujawnień niektórych zagadnień. Może

107 Komisja Europejska, *Final Report from the Expert Group on Intellectual Property Valuation*, Luxemburg 2014, http://ec.europa.eu/research/innovation-union/pdf/Expert_Group_Report_on_Intellectual_Property_Valuation_IP_web_2.pdf [dostęp 19.12.2014]; K. E. Sveiby, *The Intangible Assets Monitor*, "Journal of Human Resource Costing & Accounting" 1997, Vol. 2, Issue 1, s. 73–97; G. Urbanek, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 95.

to stanowić przeszkodę w porządkowaniu procesu zwiększania przejrzystości przedsiębiorstw i rodzi pytania o pożądaną w przyszłości model raportowania. Korzystny wydaje się rozwój ram raportowania w kierunku zharmonizowanych zasad lub jednolitego ogólnie uznanego standardu, który będzie w stanie odpowiedzieć na potrzeby informacyjne szerokiego kręgu interesariuszy.

2.2.3. Pozostałe inicjatywy dotyczące zwiększania przejrzystości spółek

2.2.3.1. Zalecenia wydane przez AICPA

Organizacja AICPA¹⁰⁸ w Stanach Zjednoczonych, zajmująca się głównie opracowywaniem standardów postępowania księgowych, odgrywa bardzo istotną rolę w pracach nad sprawozdawczością biznesową. Już w 1991 roku w jej ramach utworzono komitet (*Special Committee on Financial Reporting*), który zajmował się kwestią istotności i użyteczności sprawozdawczości finansowej. W szczególności inicjatywa skoncentrowana była wokół problemów:

- zwiększania użyteczności sprawozdawczości biznesowej,
- doskonalenia zapobiegania i wykrywania oszustw,
- zapewniania niezależności i obiektywności niezależnych audytorów,
- wzmacniania zawodowego systemu dyscypliny.

Na bazie badań potrzeb zarówno odbiorców sprawozdań, jak i podmiotów je przygotowujących, przygotowano opracowanie (*Jenkins Committee Report*)¹⁰⁹, w którym przedstawiono:

- analizę potrzeb inwestorów i kredytodawców,
- analizę kosztów i korzyści doskonalenia procesu sprawozdawczości biznesowej,
- propozycję modelu raportowania biznesowego.

Proponowany model określał zarówno ogólne zasady raportowania, jak i szczegółowe zakresy tematyczne ujawnień, jakie mogłyby się znaleźć w raportach (rocznych i śródrocznych). Zalecenia dotyczyły informacji publikowanych zwykle w notach do sprawozdania finansowego

108 American Institute of Certified Public Accountants – organizacja zrzeszająca certyfikowanych księgowych w Stanach Zjednoczonych.

109 AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus (Jenkins Committee Report)*, 1991, <http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/DownloadableDocuments/Jenkins%20Committee%20Report.pdf> [dostęp 10.01.2015].

oraz tych zawartych w jego uzupełnieniu (*Management Discussion and Analysis*). Już wtedy wskazywano na konieczność uzupełniania danych finansowych informacjami pozafinansowymi, przedstawiania informacji prospektywnych oraz dotyczących strategii, a także prezentowania informacji z punktu widzenia zarządu.

Powyższy projekt ma dwie warte podkreślenia cechy. Po pierwsze został uruchomiony w 1991 roku, co pokazuje, że prace nad szczegółowymi propozycjami odnośnie do rozszerzania i doskonalenia zawartości raportów były podejmowane relatywnie dawno, długo przed okresem, kiedy wskutek skandali księgowych nastąpiło zintensyfikowanie wysiłków w tym obszarze. Po drugie, model raportowania i zalecenia zostały sformułowane z myślą nie tylko o odbiorcach produktów raportowania biznesowego, ale także przy uwzględnieniu strony przygotowującej raporty. Zwracano tu uwagę na kwestię kosztu raportowania oraz wskazano rodzaje informacji, które nie zawsze powinny być ujawniane. Co istotne, sformułowane wtedy postulaty nie straciły na ważności do dziś i są wykorzystywane w obecnie tworzonych standardach czy zestawach wytycznych.

W 2003 roku AICPA zainicjowała projekt *Enhanced Business Reporting*, który czerpał z dotychczasowych wyników projektu omawianego wyżej. W 2005 roku powołano *Enhanced Business Reporting Consortium* (EBRC), w którego tworzeniu istotny wkład miały także spółki: PricewaterhouseCoopers, Grant Thornton, Microsoft¹¹⁰. W ramach projektu podjęto prace nad wytycznymi dotyczącymi rozszerzonej sprawozdawczości biznesowej (*enhanced business reporting*), która opiera się na dobrowolnym ujawnianiu informacji na temat tworzenia wartości, niefinansowych mierników efektywności (*non-financial performance measures*) i informacji jakościowych. Celem prac jest osiągnięcie międzynarodowego porozumienia i akceptacji zasad takich ujawnień. Miałoby to zwiększyć jakość i przejrzystość informacji przekazywanych przez spółki, będących podstawą podejmowanych przez inwestorów i pozostałych interesariuszy decyzji. Efektem prac był dokument *EBR Framework*¹¹¹, który w przyszłości (po dopracowaniu) miał stać się wzorcem dla spółek w kwestii ujawniania informacji. *EBR Framework* został wykorzystany w pracach WICI, którego EBR Consortium było inicjatorem¹¹².

110 ONZ, *Addressing Information Gaps in Business and Macro-Economic Accounts to Better Explain Economic Performance*, 2008, <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/workshops/2008/newyork/IG02.PDF> [dostęp 10.01.2015].

111 AICPA, *EBRC Framework Version 2.1*, http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/EnhancedBusinessReporting/DownloadableDocuments/EBRC_Framework_Version_2_1.doc [dostęp 10.01.2015].

112 Inicjatywa WICI omówiona została w części dotyczącej inicjatyw związanych z raportowaniem informacji na temat zasobów niematerialnych.

2.2.3.2. *International Financial Reporting Standard (IFRS) Practice Statement Management Commentary*

Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB) zaprezentowała w 2010 roku własne wytyczne¹¹³ odnośnie do sposobu, w jaki zalecane jest uzupełnianie sprawozdania finansowego przygotowanego zgodnie z MSSF o informacje pozwalające lepiej zrozumieć sytuację i wyniki finansowe podmiotu. Wytyczne te mogą być dobrowolnie stosowane. Rada podkreśla, że należy je rozpatrywać w kontekście uzupełnienia Ram konceptualnych sprawozdawczości finansowej¹¹⁴. Tym samym informacje zawarte w komentarzu zarządu (*management commentary*) powinny spełniać cechy jakościowe informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym¹¹⁵. Dokument wskazuje na charakter informacji, jakie komentarz zarządu powinien zawierać, a także wymienia podstawowe obszary tematyczne, których powinny one dotyczyć. Podobnie jak w innych standardach podkreślono rolę ujawnień na temat strategii, prognoz i perspektyw, ryzyka, wyników finansowych i niefinansowych.

2.2.3.3. *FASB Business Reporting Research Project*

Business Reporting Research Project był projektem finansowanym przez FASB w latach 2000–2001. W jego ramach powstały trzy opracowania¹¹⁶:

- *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures,*
- *Electronic Distribution of Business Reporting Information,*
- *GAAP–SEC Disclosure Requirements.*

Pierwsza z wymienionych pozycji opisuje praktyki dobrowolnego ujawniania informacji w raportach wiodących spółek w ośmiu branżach. Raport prezentuje zakres informacji wykazywanych w publikacjach spółek w celu komunikowania z inwestorami. Następnie rozpatrywane są podstawowe założenia strategii dobrowolnego ujawniania dodatkowych informacji. Podjęta jest próba identyfikacji kluczowych dla sukcesu spółki czynników oraz sposobów ich pomiaru. Rozważane są potencjalne koszty oraz korzyści ujawniania takich informacji. Sugerowane są także potencjalne kierunki

113 IASB, *IFRS Practice Statement Management Commentary, A framework for presentation*, December 2010, <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/IFRS-Practice-Statement/Documents/Management-commentarypracticestatement8December.pdf> [dostęp 10.01.2015].

114 IFRS Foundation, *The Conceptual Framework for Financial Reporting...*

115 O pożądanych cechach informacji mowa w rozdziale trzecim.

116 FASB, *Business Reporting Research Project*, http://www.fasb.org/brrp/brrp_main.shtml [dostęp 10.01.2015].

rozwoju kształtu sprawozdawczości spółek. Zwraca się uwagę na znaczenie ujawnień na temat zasobów niematerialnych, perspektyw i prognoz, pozytywnych i negatywnych wyników w konfrontacji z zamierzeniami¹¹⁷.

Pozostałe dwa dokumenty rozważają wykorzystanie nowych sposobów komunikacji spółek z otoczeniem (Internet) oraz ograniczanie powielania wymogów ujawniania informacji w różnych regulacjach.

2.2.3.4. Inicjatywy spółek audytorskich

Firma PwC¹¹⁸ zaproponowała własny model sprawozdawczości pod nazwą „ValueReporting Framework”. Zaproponowano wskazówki odnoszące się do raportowania informacji w czterech wspólnych dla wszystkich branż i spółek obszarach: informacje o rynku, strategii, zarządzaniu wartością i wynikach¹¹⁹. Ponadto opublikowano także, uwzględniające wyniki badań, wytyczne dotyczące raportowania dostosowane do specyfiki spółek działających w 29 branżach¹²⁰. Centralnym założeniem koncepcji jest zwiększanie przejrzystości poprzez dostarczanie rynkowi informacji na temat wskaźników i wyników, które są wykorzystywane do zarządzania podmiotem, w tym tych dotyczących kwestii środowiskowych i społecznych. Należy ukazać wszelkie czynniki powodujące generowanie wartości (*value drivers*) finansowe i niefinansowe, materialne i niematerialne¹²¹. Podejście to znajduje obecnie swoje odzwierciedlenie i kontynuację w koncepcji sprawozdawczości zintegrowanej.

Spółka audytorska KPMG również przyczynia się do dyskusji nad modelem raportowania w kontekście zwiększenia przejrzystości spółek¹²².

117 FASB, *Improving Business Reporting* ...

118 Jedną z czterech największych na świecie spółek audytorskich i doradczych (obok EY, KPMG, Deloitte).

119 *Summary of ValueReporting*, http://www.valuebasedmanagement.net/methods_valuereporting.html [dostęp 25.01.2015].

120 PricewaterhouseCoopers, *Industry frameworks*, <http://www.corporatereporting.com/industry-frameworks.html> [dostęp 20.08.2010].

121 ICAEW, *New reporting models for business, Information for Better Markets initiative*, 2003, <http://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/financial%20reporting/information%20for%20better%20markets/ifbm/new%20reporting%20models%20for%20business%202010%20version.ashx> [dostęp 25.01.2015].

122 KPMG, *The Journey to Better Business Reporting Moving beyond financial reporting to improve investment decision making*, 2011, <http://www.kpmg.com/AU/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Better-Business-Reporting/Documents/The-Journey-to-Better-Business-Reporting-06-2010-v2.pdf> [dostęp 25.01.2015]; KPMG, *Better Business Reporting: Enhancing Financial Reporting*, 2011, <http://www.kpmg.com/AU/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Better-Business-Reporting/Documents/Better-Business-Reporting-Enhancing-Financial-Reporting-v2.pdf> [dostęp 25.01.2015].

Zalecenia te dotyczą przede wszystkim kwestii, jakie informacje należy umieszczać w raporcie i udostępniać otoczeniu. Spółka włącza się także w promowanie i uświadamianie roli nowych narzędzi służących przekazywaniu informacji ze sprawozdania finansowego (XBRL)¹²³, które mogą zautomatyzować pewne elementy procesu sprawozdawczości i obniżyć koszty udostępniania informacji. Ukazane są zarówno pozytywne strony nowych technologii, jak i zagrożenia i ryzyka wynikające z ich stosowania. KPMG aktywnie uczestniczy także w debacie nad nowo kreowaną i rozwijaną koncepcją sprawozdawczości zintegrowanej.

2.2.3.5. Sprawozdawczość zintegrowana (*integrated reporting*)

Koncepcja sprawozdawczości zintegrowanej jest wynikiem ewolucji wytycznych raportowania finansowego i pozafinansowego w omawianych wcześniej obszarach. W założeniu inicjatywa ta ma być katalizatorem działań zmierzających ku efektywnemu wykorzystaniu dotychczasowych osiągnięć w obszarze raportowania i stymulowania dalszego doskonalenia jego standardów. W 2010 roku powstała organizacja *International Integrated Reporting Council* (IIRC)¹²⁴, w której prace zaangażowane są podmioty ze środowiska biznesowego, akademickiego i regulacyjnego¹²⁵. Projekt ten wywodzi się bezpośrednio z prac Accounting for Sustainability i opracowanego w jego ramach standardu *Connected Reporting Framework*¹²⁶. Jego inicjatorem była także omawiana wcześniej organizacja *Global Reporting Initiative* (autor Ram raportowania na temat zrównoważonego rozwoju). Główne cele przedsięwzięcia to:

123 KPMG, *Automating Business Reporting*, 2011, <http://www.kpmg.com/AU/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Better-Business-Reporting/Documents/automating-business-reporting.pdf> [dostęp 28.01.2015].

124 *Press Release, Formation of the International Integrated Reporting Committee (IIRC)*, <http://www.theiirc.org/2010/08/02/formation-of-the-international-integrated-reporting-committee-iirc/> [dostęp 19.12.2014].

125 W prace IIRC zaangażowani są przedstawiciele: twórców standardów i organizacji zajmujących się szeroko pojętą rachunkowością (IASB, FASB, ICAEW, ACCA, CIMA, IFAC, JICPA, SAICA), spółek audytorskich (KPMG, EY, Deloitte, BDO, PwC, Grant Thornton), organizacji międzynarodowych, w tym publikujących dotychczas zalecenia dotyczące sprawozdawczości w różnych obszarach (UNCTAD, UN PRI, ICGN, IOSCO, Bank Światowy, CERES, WBCSD, WWF, GRI), giełd (Tokyo Stock Exchange), korporacji (Microsoft, Tata, Nestle, General Electric, Aviva Investors), uniwersytetów (Harvard, New South Wales).

126 *Accounting for Sustainability, A4S reporting guides and examples*, <http://www.accountingforsustainability.org/connected-reporting/connected-reporting-a-how-to-guide> [dostęp 19.12.2014].

- promowanie bardziej spójnego podejścia do sprawozdawczości, które opiera się na wielu wskazanych wcześniej aspektach raportowania, tak by informować o pełnym zakresie czynników istotnie wpływających na zdolność jednostki do tworzenia wartości w okresie krótkim, średnim i długim,
- wspieranie myślenia zintegrowanego, które polega na identyfikowaniu kluczowych połączeń i zależności pomiędzy różnymi obszarami działalności, wykorzystywanymi zasobami, wynikami przedsiębiorstwa (finansowymi i niefinansowymi).

W roku 2011 IIRC opublikowała propozycję możliwych kierunków rozwoju sprawozdawczości zintegrowanej¹²⁷, a w 2013 opublikowano wytyczne do raportowania zintegrowanego¹²⁸. Raport zintegrowany ma służyć szerokiemu gronu podmiotów, które zainteresowane są tworzeniem wartości z głównym akcentem położonym na dostawców kapitału finansowego. Raport ma prezentować między innymi:

- w jakie interakcje z otoczeniem wchodzi organizacja,
- jak wykorzystywane są zasoby w procesie tworzenia wartości. Zasoby te określane są mianem kapitałów, wśród których wyróżniono: kapitał finansowy, produkcyjny, intelektualny, ludzki, społeczny i relacyjny, naturalny.

Sugeruje się, aby proces tworzenia wartości opisywać poprzez łączenie ujawnień ilościowych i jakościowych. Istotą raportowania zintegrowanego jest uwzględnianie faktu, iż szeroko rozumiana wartość nie jest tworzona tylko przez samą organizację, ale że jej kreowanie zależne jest od otoczenia, relacji z interesariuszami oraz zasobów (wśród których większość jest obecnie niematerialna). Wartość jest generowana poprzez transformację wspomnianych kapitałów. Podkreśla się, że wartość jest jednocześnie tworzona dla podmiotu, jak i dla interesariuszy, i że oba te procesy są ze sobą ściśle powiązane. Nie da się maksymalizować jednego rodzaju kapitału (np. finansowego), ignorując jednocześnie pozostałe.

Kluczowymi wyznacznikami nowego podejścia do raportowania są¹²⁹:

- ukazanie powiązań pomiędzy strategią a zdolnością podmiotu do tworzenia wartości (także w długim okresie) oraz wynikami wykorzystania różnych rodzajów kapitału,

127 IIRC, *Towards integrated reporting, communicating value in the 21st century*, 2011, http://theiirc.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf [dostęp 19.12.2014].

128 IIRC, *The <IR> International Framework*, December 2013, <http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> [dostęp 19.12.2014].

129 *Ibidem*.

- łączenie informacji mające na celu ukazanie holistycznego obrazu wszelkich powiązań pomiędzy czynnikami determinującymi proces tworzenia wartości. Powiązania te mogą występować pomiędzy ujawnieniami z różnych obszarów działalności (w tym społecznych i środowiskowych), historycznymi i prospektywnymi, finansowymi i pozafinansowymi, ilościowymi i jakościowymi, raportowanymi na zewnątrz i tymi wykorzystywanymi wewnątrz przez zarząd, informacjami z raportu zintegrowanego i z pozostałych źródeł,
- przedstawienie, jak organizacja zarządza relacjami z interesariuszami i jak odpowiada na ich oczekiwania,
- nadanie większej wagi efektywności długoterminowej (jednocześnie zmniejszenie koncentracji na wynikach krótkoterminowych),
- przygotowanie raportu zgodnie z zasadami istotności, wiarygodności, porównywalności, kompletności, spójności oraz zwięzłości. Implikuje to konieczność ujawniania zarówno negatywnych, jak i pozytywnych informacji¹³⁰, a także konsekwencję w sposobie raportowania. Z uwagi na objętość obecnych raportów generowanych przez jednostki akcentuje się odpowiednie wyważenie pomiędzy przestrzeganiem zasady zwięzłości i pozostałych zasad.

Zakres tematyczny ujawnień odpowiada postulowanemu w innych wytycznych czy regulacjach. Publikowane powinny być informacje na temat struktury organizacji oraz otoczenia, zarządzania i nadzoru, modelu biznesowego, szans i ryzyk, strategii i alokacji zasobów, wyników, perspektyw. Wytyczne nie wymagają generowania całkiem nowych ujawnień. Sugerują raczej analizę tych już generowanych i identyfikację oraz prezentację wzajemnych między nimi zależności¹³¹. Obecnie publikowane raporty dotyczące różnych aspektów działalności podmiotów nie zawsze pozwalają na odczytanie powiązań pomiędzy aspektami ekonomicznymi, społecznymi i środowiskowymi.

Opracowując standard, przyjęto podejście oparte na zasadach (*principles based*) celem zapewnienia elastyczności w jego zastosowaniu. Wytyczne nie narzucają konkretnych wskaźników czy zasad pomiaru. Ich dobór pozostawiono raportującemu, który decyduje, jakie kwestie są istotne i jak powinny zostać przedstawione. Wytyczne są spójne

130 The Institute of Directors in Southern Africa, *King Report on Governance for South Africa*, 2009, http://www.library.up.ac.za/law/docs/King_Code_2009.pdf [dostęp 20.12.2014].

131 Tomorrow's Company, *Tomorrow's Business Success: Using Integrated Reporting to help create value and effectively tell the full story*, London 2014, http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2014/10/Tomorrows-Business-Success_Integrated-Reporting-L-Oct-2014.pdf [dostęp 19.12.2014].

z wieloma dotąd wypracowanymi zestawami zaleceń (omawianymi wyżej). Łatwo dostrzec powiązanie z koncepcjami raportowania społecznego, zrównoważonego rozwoju czy kapitału intelektualnego. Raportowanie zintegrowane to bardzo młoda koncepcja. Tempo przyjmowania się nowego modelu należy ocenić raczej jako niskie lub umiarkowane. Jest to bowiem kolejna propozycja ram raportowania obok wielu innych. Wytyczne do raportowania zintegrowanego mają zaledwie rok. W bazie GRI w 2013 i 2014 roku odpowiednio 14% i 13% raportów zostało określonych jako zintegrowane¹³². W RPA, jako jednym z pierwszych krajów na świecie, spółki notowane na giełdzie muszą przygotowywać raport zintegrowany (na zasadzie „stosuj lub wyjaśnij”) za rok obrotowy zaczynający się po 1 marca 2010 roku¹³³. Nowa inicjatywa jest obiecująca, ale przed raportującymi stoi jeszcze wiele wyzwań. Problematyczne okazuje się przykładowo identyfikowanie składników omawianych kapitałów. Menedżerowie wskazują także na braki lub niewielką skuteczność narzędzi wspomagających raportowanie (w porównaniu z narzędziami do sprawozdawczości finansowej)¹³⁴. Zwraca się także uwagę na brak standardów audytu raportów zintegrowanych. Panuje jednak przekonanie, że raportowanie zintegrowane może przynieść korzyści w postaci wzrostu przejrzystości spółek, zwiększenia stabilności rynku (poprzez zmniejszenie koncentracji na wynikach krótkoterminowych), lepszego zrozumieniu przez zarządy, jak i odbiorców ujawnień połączeń między strategią, modelem biznesowym a wynikami. Potwierdzają to respondenci programu pilotażowego prowadzonego przez IIRC¹³⁵. Raportowanie zintegrowane w swoim zamyśle ma pozwolić na zharmonizowanie i uproszczenie współczesnej sprawozdawczości. Ścisła współpraca z twórcami standardów raportowania w różnych obszarach (sprawozdawczości finansowej, społecznej odpowiedzialności biznesu, zrównoważonego rozwoju, zasobów niematerialnych) stwarza szansę, by doskonalony wciąż koncept stał się dominujący. Być może w przyszłości publikacja raportu

132 <http://database.globalreporting.org/search>

133 The South African Institute of Chartered Accountants (SAICA), *An integrated report is a new requirement for listed companies*, January 2011, <https://www.saica.co.za/tabid/695/itemid/2344/language/en-ZA/An-integrated-report-is-a-new-requirement-for-list.aspx> [dostęp 28.01.2015].

134 EY, *2013 six growing trends in corporate sustainability*, 2013, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013/\\$FILE/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013/$FILE/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013.pdf) [dostęp 19.12.2014].

135 IIRC, *Business and Investors explore the sustainability perspective of Integrated Reporting*, 2013, http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/IIRC-PP-Year-book-2013_PDF4_PAGES.pdf [dostęp 19.12.2014].

zintegrowanego umożliwi rezygnację z generowania przynajmniej niektórych innego rodzaju raportów. Dostarczałby on bowiem oczekiwanych przez interesariuszy ujawnień w jednym zwartym dokumencie prezentującym całościowy obraz działalności podmiotu, który informując o procesie tworzenia wartości, uwzględnia wykorzystanie zasobów niematerialnych oraz jego zależność od czynników społecznych czy środowiskowych. Pozytywnym aspektem nowego modelu raportowania jest zaangażowanie w prace nad jego kształtem wielu podmiotów, wśród których są twórcy innych publikowanych wcześniej wytycznych i zaleceń odnośnie do ujawnień w różnych obszarach. Sprzyja to tworzeniu standardu zharmonizowanego z dotychczas stosowanymi i tym samym ograniczenie różnorodności stosowanych podejść.

2.3. Regulacje i inicjatywy dotyczące publikowania informacji przez spółki w Polsce

2.3.1. Regulacje prawne

Regulacje dotyczące ujawniania informacji przez spółki giełdowe w Polsce wynikają między innymi z następujących dokumentów:

- Ustawa o rachunkowości¹³⁶ (dostosowana do wymogów Dyrektywy 2006/46/WE),
- Międzynarodowe standardy rachunkowości i Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej (MSR/MSSF), do których stosowania zobowiązuje Ustawa o rachunkowości¹³⁷,
- Dyrektywa 2006/43/WE zaimplementowana w nowej ustawie o biegłych rewidentach¹³⁸,
- Kodeks spółek handlowych¹³⁹,

136 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości...

137 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 1606/2002 z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości...

138 Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym, Dz.U. 2009, Nr 77, poz. 649.

139 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, Nr 94 z późniejszymi zmianami.

- Ustawa o ofercie publicznej i spółkach publicznych¹⁴⁰ (dostosowana do wymogów Dyrektywy *Transparency*),
- Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi¹⁴¹,
- Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji przekazywanych przez emitentów w prospekcie emisyjnym¹⁴²,
- Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych¹⁴³.

Poza wyżej wymienionymi regulacjami na sposób wypełniania obowiązków informacyjnych przez przedsiębiorstwa mają też wpływ efekty działań rządu nakierowane na redukcję obowiązków przedsiębiorców. W zakresie obowiązków informacyjnych zmianie uległy przepisy rachunkowości¹⁴⁴, które dotychczasowo nakładały obowiązek publikowania sprawozdań finansowych w „Monitorze Polskim B”, co odbierane było jako kosztowne i uciążliwe dla przedsiębiorców¹⁴⁵. W przypadku spółek publicznych był to ponadto obowiązek powodujący zbędne dublowanie prezentacji sprawozdania finansowego, które zwykle jest umieszczane na stronie internetowej spółki. Wynika to z przepisów nakazujących

140 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2009, Nr 185, poz. 1439 z późniejszymi zmianami.

141 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, Nr 183, poz. 1538 z późniejszymi zmianami.

142 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, Dz.U. 2005, Nr 209, poz. 1743; Obwieszczenie Ministra Finansów z dnia 14 października 2013 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, Dz.U. 2014, Nr 0, poz. 300.

143 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U. 2009, Nr 33, poz. 259 z późn. zm.; Obwieszczenie Ministra Finansów z dnia 27 czerwca 2013 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U. 2014, Nr 0, poz. 133.

144 Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o redukcji niektórych obowiązków obywateli i przedsiębiorców, Dz.U. 2011, Nr 232, poz. 1378.

145 Koszt publikacji strony sprawozdania finansowego w 2011 r. w „Monitorze Polskim B” wynosił 770,7 zł.

spółkom publicznym prowadzenie strony internetowej¹⁴⁶ oraz zamieszczanie na niej dokumentów będących przedmiotem obrad (tym samym sprawozdanie finansowe zostaje umieszczone na stronie internetowej).

2.3.2. Kodeksy dobrych praktyk

Polski kodeks dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego został wydany przez Giełdę Papierów Wartościowych w 2002 roku. Nawiązywał on do polskiego ruchu *corporate governance* (współpraca z Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową). Kolejne wersje prezentowano w latach 2005 i 2007. Aktualna wersja pochodzi z maja 2011 r.¹⁴⁷ Celem kodeksu jest zwiększanie przejrzystości spółek giełdowych, poprawa komunikacji spółek z inwestorami oraz wzmacnianie ochrony praw akcjonariuszy. Dokument składa się z czterech części:

- 1) rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych,
- 2) dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych,
- 3) dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych,
- 4) dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy.

Wskazane powyżej rekomendacje, w przeciwieństwie do dobrych praktyk, nie podlegają mechanizmowi „stosuj lub wyjaśnij” i wyrażają jedynie tendencje w zakresie właściwego kształtowania relacji wewnętrznych i zewnętrznych spółki.

Kodeks wydany przez GPW zawiera wskazania co do zakresu, jak i sposobu prezentowania informacji dla inwestorów. W szczególności proponuje, jakie informacje powinny znaleźć się na stronie internetowej spółki. Ponadto kodeks określa właściwy sposób komunikacji spółki z inwestorami w celu umożliwienia im podjęcia decyzji inwestycyjnej.

2.3.3. Krajowy Standard Rachunkowości Nr 9

Standard¹⁴⁸ został przygotowany jako pomoc w sporządzaniu sprawozdania z działalności uzupełniającego sprawozdanie finansowe. Jest on zgodny z omawianym wcześniej IFRS *Practice Statement Management Commentary, A Framework for Presentation*.

146 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, art. 402.

147 GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, 2011, http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/foldery/dobre_praktyki_GPW.pdf [dostęp 25.01.2015].

148 Uchwała Nr 6/2014 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 15 kwietnia 2014 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Standardu Rachunkowości Nr 9 „Sprawozdanie z działalności”.

Opracowanie zawiera wskazówki odnoszące się do pożądaných cech, zawartości oraz zasad prezentacji sprawozdania, tak aby lepiej spełniało cel przed nim stawiany, którym jest dostarczenie informacji ułatwiających ocenę podmiotu – jego działalności, sytuacji i planów. W szczególności sprawozdanie z działalności powinno umożliwić wyrażenie opinii o dokonaniach zarządu w kontekście jego odpowiedzialności za wyniki podmiotu. Zaleca się, by sprawozdanie prezentowało punkt widzenia kierownictwa na obecną i przyszłą sytuację spółki.

Standard wskazuje na jakościowe parametry sprawozdania z działalności. W swej istocie pokrywają się one z cechami oczekiwanymi w przypadku informacji ze sprawozdania finansowego. Między innymi sprawozdanie z działalności powinno być: przydatne, wiarygodne, zrozumiałe i porównywalne.

Podobnie jak w wytycznych i standardach omawianych wcześniej, KSR 9 sugeruje ujawnianie informacji ilościowych i jakościowych, finansowych i niefinansowych. Ponadto proponuje się uzupełnianie informacji wymaganych ujawnieniami dobrowolnymi. Przy wyborze miar i wskaźników wskazuje się na możliwość korzystania z tych zawartych w wytycznych zagranicznych i ponadnarodowych (np. omawianych wcześniej GRI). Akcentuje się umożliwienie użytkownikowi sprawozdania oceny i analizy wyników w szerszym kontekście poprzez zestawienie ich z danymi porównawczymi konkurencji lub sektora, a także poprzez prezentację danych za okresy dłuższe niż dwa lata.

Sugerowana zawartość sprawozdania obejmuje między innymi następujące pozycje:

- charakterystyka działalności (struktura jednostki, opis otoczenia, rynku),
- prezentacja kluczowych procesów i zasobów jednostki (w tym także niematerialnych),
- informacje na temat ryzyka i zagrożeń,
- wyniki działalności (podkreśla się tu możliwość ukazania wyników także pozaekonomicznych w sferze środowiskowej i społecznej),
- cele i informacje perspektywne – misja i wizja podmiotu; przewidywany rozwój jednostki, najlepiej podparty planami i prognozami (wraz ze wskazaniem niepewności z nimi związanej oraz objaśnieniem stopnia realizacji poprzednich planów),
- ład korporacyjny.

Należy podkreślić, że nowo opublikowany standard zawiera zalecenia zgodne z praktykami stosowanymi na świecie. Szczególnie istotne wydaje się poruszenie zagadnienia ujawnień pozafinansowych oraz przydatności danych prognostycznych dla użytkowników sprawozdania.

2.3.4. Inicjatywy na rzecz promowania większej przejrzystości

Podobnie jak w pozostałych krajach oraz na poziomie ponadnarodowym, również w Polsce funkcjonuje wiele inicjatyw odnoszących się do przejrzystości spółek. Są to głównie projekty związane z promowaniem kwestii społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju. Wśród inicjatyw dotyczących raportowania można między innymi wymienić:

- Konkurs „The Best Annual Report”¹⁴⁹ – ideą konkursu organizowanego corocznie od 2005 roku przez Instytut Rachunkowości i Podatków (IRiP) jest tworzenie standardów sporządzania raportów rocznych wg MSSF/MSR, zgodnie z obowiązującymi wymogami prawa oraz wytycznymi i dobrymi praktykami. Myślą przewodnią inicjatywy jest wyróżnianie spółek przygotowujących raporty roczne o najwyższej wartości użytkowej dla inwestorów. Tym samym konkurs odgrywa istotną rolę w promowaniu na polskim rynku kapitałowym standardów raportowania stosowanych na świecie (w obszarze sprawozdania z działalności, interaktywnych raportów rocznych internetowych czy raportów zintegrowanych). Ocenie podlegają skonsolidowane raporty roczne z uwzględnieniem następujących obszarów¹⁵⁰:
 - sprawozdanie z działalności,
 - zastosowanie MSSF/MSR,
 - wartość użytkowa raportów rocznych,
 - raport roczny w Internecie.
- konkurs „Raporty społeczne” – w jego ramach przyznawane są nagrody za najlepiej sporządzone raporty z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu. Po raz pierwszy zorganizowano go w 2007 roku, a zaangażowanymi w projekt podmiotami są SGS, Forum Odpowiedzialnego Biznesu i PwC. Kryteria oceny raportów opierają się na wytycznych *The European Sustainability Reporting Association* (ESRA)¹⁵¹;
- Analiza ESG spółek w Polsce¹⁵² – inicjatywa mająca na celu promowanie większej przejrzystości spółek giełdowych poprzez raporto-

149 http://www.irip.pl/raport_roczny [dostęp 25.01.2015].

150 Więcej o wnioskach płynących z oceny raportów zgłaszanych do konkursu w: W. Frąckowiak (red.), *Raport roczny spółki publicznej*, Instytut Rachunkowości i Podatków, Warszawa 2011.

151 *Kryteria oceny*, http://raportyspoleczne.pl/kryteria_oceny [dostęp 25.01.2015].

152 Projekt funkcjonuje od 2012 r. i jest współorganizowany przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych oraz firmy Crido Taxand i GES, <http://seg.org.pl/pl/node/2128> [dostęp 25.01.2015].

wanie danych pozafinansowych w kwestiach środowiskowych, społecznych i dotyczących ładu korporacyjnego. Istotną cechą projektu jest badanie wszystkich spółek notowanych na GPW, a następnie udostępnianie wyników badanym podmiotom. Badane spółki mają możliwość konsultacji otrzymanych wyników z organizatorem i tym samym korekty polityki ujawnień w przyszłości. Ponadto wyniki badania pozwalają obserwować trendy w raportowaniu pozafinansowym na polskim rynku giełdowym;

- Indeks BI-NGO¹⁵³ – cykliczne badanie 500 największych polskich przedsiębiorstw oceniające komunikację zaangażowania społecznego na stronach internetowych oraz w mediach społecznościowych w pięciu obszarach;
- Konkurs „Złota Strona Emitenta”¹⁵⁴ – badanie stron internetowych spółek notowanych na GPW pod kątem komunikacji z inwestorami, zakresu i jakości informacji oraz użyteczności serwisu. Konkurs organizowany jest co roku od 2007 roku.

2.4. Podsumowanie

Niniejszy rozdział pokazuje przede wszystkim wielość zagadnień związanych z przejrzystością spółek, na którą wpływ mają informacje z różnych obszarów tematycznych (ekonomicznych, społecznych, środowiskowych). Warto podkreślić, że w każdym z obszarów obserwuje się ogromną liczbę inicjatyw i wysiłek podejmowany celem wypracowania zasad czy modelu sprawozdawczości. W obszarze ekonomicznym duża uwaga nie jest skierowana tylko na sprawozdanie finansowe, ale na wszelkie pozostałe narzędzia pozwalające ocenić potencjał gospodarczy jednostki. Może to wynikać ze zmian w myśleniu o organizacji i jej roli w społeczeństwie i otoczeniu.

153 SGS, *Indeks BI-NGO*, http://www.doradztwocsr.pl/pdf/ULOTKA_BI-NGO_2014.pdf [dostęp 25.01.2015].

154 SEG, *Regulamin Konkursu Złota Strona Emitenta*, <http://www.zse.seg.org.pl/regulamin> [dostęp 25.01.2015].

Wprawdzie najwięcej uwagi wciąż poświęcane jest wynikom ekonomicznym podmiotów, to jednak pozostałe obszary działalności stają się obiektem zainteresowania nie tylko organów pozarządowych, ale także rządowych. Znaczna liczba regulacji, rekomendacji, dobrych praktyk, zaleceń oraz uwzględnienie nieustannych prac nad ich doskonaleniem lub tworzeniem nowych, pozwalają wnioskować, iż przejrzystość i zwiększanie jej poziomu są coraz ważniejsze.

Mnogość równoległe podejmowanych projektów, szczególnie w obszarze raportowania społecznego czy zrównoważonego rozwoju, rodzi pytanie o to, które zalecenia stosować. Wydaje się, że część wysiłków powinna być kierowana obecnie w stronę rozważania możliwości tworzenia ram, zasad, kodeksów dobrych praktyk, które z czasem mogłyby być stosowane przez organizacje z jak największej liczby państw. Docelowo wskazane byłoby stworzenie jednolitych standardów, które podobnie jak w przypadku harmonizacji regulacji rachunkowości, pozwoliłyby zwiększyć porównywalność raportów. Odpowiedzią na taki postulat może być raportowanie zintegrowane, które na fundamencie dotychczas wypracowanych koncepcji ma udostępnić zwarty i wieloaspektowy obraz organizacji, ukazujący istotne powiązania pomiędzy jej działalnością ekonomiczną a wpływem wywieranym na otoczenie.

Rozdział 3

Pożądany kształt raportu rocznego

3.1. Raport roczny jako podstawowe źródło informacji

Przedstawione w rozdziale pierwszym przesłanki uzasadniają i wyjaśniają konieczność zwiększania przejrzystości działalności spółek publicznych¹. Znaczenie tej problematyki oddaje zarazem znacząca liczba inicjatyw podejmowanych przez organizacje rządowe, pozarządowe i prywatne na całym świecie, o których mowa w rozdziale drugim.

Wśród źródeł informacji, które mają wpływ na przejrzystość działalności spółki publicznej, można wymienić:

- raporty okresowe i bieżące,
- informacje na temat społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju – zawarte w sprawozdaniu z działalności bądź przygotowane jako odrębny raport,
- stronę internetową (między innymi część poświęconą relacjom inwestorskim),
- informacje przekazywane podczas spotkań z inwestorami, konferencji prasowych,
- informacje publikowane w mediach,
- informacje przekazywane przez biura maklerskie, analityków giełdowych (na przykład w formie analiz i rekomendacji),
- informacje publikowane przez inne organizacje i podmioty (na przykład raporty organizacji pozarządowych, raporty z badań naukowych, analiz rynkowych),
- informacje przekazywane organom administracyjnym.

Największy wpływ spółki na zakres i jakość przekazywanych informacji występuje w przypadku opracowywanych przez spółkę raportów (okresowych, bieżących, na temat społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju) oraz strony internetowej. W tych

¹ Mowa tu więc głównie o dużych przedsiębiorstwach, ale dyskutowany jest również problem zwiększania przejrzystości małych i średnich przedsiębiorstw.

przypadkach zarząd spółki ma możliwość decydowania w dużym stopniu o formie i zakresie informacji przekazywanej odbiorcy.

Spółki, których akcje notowane są na giełdzie, są zobowiązane do publikowania raportów rocznych, półrocznych i kwartalnych oraz raportów bieżących. Najpełniejszy obraz spółki zawierają raporty roczne. W skład raportu rocznego wchodzi²:

- sprawozdanie finansowe, w tym:
 - bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, zestawienie zmian w kapitale własnym,
 - dodatkowe informacje i objaśnienia oraz wprowadzenie,
- sprawozdanie z działalności spółki,
- oświadczenie zarządu, że sprawozdanie finansowe sporządzone zostało zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości i odzwierciedla w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację majątkową, finansową oraz wynik finansowy oraz że sprawozdanie z działalności zawiera prawdziwy obraz rozwoju, osiągnięć i sytuacji emitenta,
- opinię z badania sprawozdania finansowego przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych,
- pismo zarządzającego spółką opisujące zwięźle najważniejsze dokonania i niepowodzenia oraz perspektywy na najbliższy rok obrotowy.

Nadrzędnym celem raportu rocznego powinna być prezentacja przeszłej działalności spółki oraz umożliwienie na podstawie informacji w nim zawartych przewidywania działalności spółki w przyszłości, tak by odbiorca raportu mógł podejmować decyzje.

Głównym elementem raportu rocznego jest sprawozdanie finansowe generowane w oparciu o przepisy rachunkowości (krajowe lub międzynarodowe). Jest ono jednym z podstawowych źródeł informacji dla uczestników rynku kapitałowego (inwestorów, analityków, nadzoru) o sytuacji finansowej spółki. W rozdziale pierwszym wskazano szereg niedoskonałości przepisów rachunkowości, które wpływają na ograniczoną jego zawartość informacyjną. Wśród nich wskazano przede wszystkim: prezentowanie wartości memoriałowych, historycznych, skomplikowanie i złożoność przepisów oraz nieujmowanie wszystkich zasobów tworzących wartość przedsiębiorstwa.

Uzupełnieniem informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym jest sprawozdanie z działalności, które prezentuje istotne informacje na temat

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

majątku i sytuacji finansowej spółki. Powinno ono informować o istotnych zdarzeniach wpływających na działalność jednostki, a także przedstawiać przewidywaną sytuację finansową spółki³. Jego zawartość jest wprawdzie określona przepisami prawa, jednak zasady tworzenia są mniej szczegółowe niż w przypadku sprawozdania finansowego. Wynika to z konieczności dostosowania szczegółowości tych wymogów do specyfiki spółek z różnych branż, które charakteryzują różne sposoby prowadzenia działalności i osiągania przewagi konkurencyjnej na rynku. Przepisy określają, jakie pozycje mają się znaleźć w sprawozdaniu, ale to zarząd decyduje, jak wymogi te zostaną wypełnione. To przygotowujący sprawozdanie z działalności decyduje, co jest, a co nie jest istotnym wydarzeniem, osiągnięciem czy czynnikiem ryzyka w ostatnim roku obrotowym. Podobnie, przygotowujący sprawozdanie decyduje o jakości informacji: jak została zaprezentowana, jakim językiem, jak jest szczegółowa, czytelna. Zakres oraz jakość informacji zawartych w sprawozdaniu z działalności poszczególnych spółek mogą być zatem bardzo różne. Mogą to być krótkie opisy, prezentowane głównie bądź wyłącznie w celu spełnienia nałożonych na spółkę wymogów prawa. Może to być, z drugiej strony, kompleksowy raport przedstawiający w wyczerpujący sposób informacje na temat przeszłej, jak i przewidywanej sytuacji spółki, który zawierać będzie zarówno informacje wymagane, jak i ujawniane dobrowolnie. W literaturze ujawnienia mające stanowić dopełnienie sprawozdania finansowego określane są często mianem sprawozdawczości opisowej (*narrative reporting*) lub ujawnień kontekstowych, uznaniowych (*contextual, discretionary disclosures*)⁴.

3.2. Potrzeby informacyjne odbiorców raportu rocznego

W pracy skoncentrowano się na rozważaniu zawartości raportu rocznego wraz z towarzyszącymi mu opracowaniami. W poprzednich rozdziałach wskazano wybrane przyczyny konieczności zwiększania przejrzystości spółki, a tym samym zwiększania ilości i jakości informacji przekazywanej w publikacjach spółki. Zakres i jakość informacji

3 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. 2009, Nr 152, poz. 1223 ze zm., art. 49.

4 J. Krasodomska, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości spółek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014, s. 68–75.

przekazywanych przez spółki powinny odpowiadać oczekiwaniom szerokiej grupy interesariuszy. Będą one zróżnicowane w zależności od rodzaju odbiorcy. Można zidentyfikować kilka najistotniejszych grup interesariuszy wraz z ich potrzebami w zakresie przekazywanej informacji:

1. Inwestorzy – będą oczekiwali informacji pozwalającej podejmować decyzje inwestycyjne. Dla posiadających już papiery wartościowe danego podmiotu będzie to decyzja o dokupieniu, sprzedaży lub utrzymywaniu ich w portfelu inwestycyjnym. Potencjalnemu inwestorowi informacje powinny pozwolić podjąć decyzje o zakupie papierów wartościowych emitowanych przez raportujący podmiot. Zarówno jeden, jak i drugi rodzaj odbiorcy raportu za podstawę swojej decyzji przyjmie przeważnie wycenę przedsiębiorstwa (a tym samym jego akcji). Informacje z raportu będą potrzebne, jeśli odbiorca raportu będzie chciał zastosować wycenę metodą mnożnikową, metodą zdyskontowanych prognozowanych przepływów pieniężnych czy ustalić rynkową lub godziwą wartość aktywów netto podmiotu. Ponadto inwestorzy będą starali się określić, które z przedstawionych informacji (o pozytywnych i negatywnych zdarzeniach) mogą jeszcze nie być uwzględnione w cenie danego papieru wartościowego. Pozostaje jeszcze metoda analizy technicznej, przy której jednak informacje zawarte w raportach wydają się mniej istotne;
2. Kredytodawcy – potrzebują informacji do podejmowania decyzji związanych z przyznaniem finansowania. Będą zatem zainteresowani bieżącymi i przyszłymi wynikami finansowymi, przepływami pieniężnymi oraz zaciągniętymi kredytami i pożyczkami. Ponadto istotna może się okazać wartość posiadanych aktywów oraz możliwość ich sprzedaży w celu pozyskania gotówki. Ważna będzie również ocena dostępu danego podmiotu do kapitału z innych źródeł. Wszystkie te informacje mają być podstawą odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu dany podmiot będzie w stanie obsługiwać przyznany kredyt, pożyczkę;
3. Zarząd – jest zainteresowany wszelkimi informacjami pomocnymi w zarządzaniu przedsiębiorstwem;

5 D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*. T. 2: *Wskaźniki finansowe*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 18–21; M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 19; J. J. Glynn, J. Perrin, M. P. Murphy, *Rachunkowość dla menedżerów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 20–26; AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus (Jenkins Committee Report)...*; IFRS Foundation, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, September 2010.

4. Pracownicy – mogą oczekiwać informacji na temat polityki wynagradzania (także członków zarządu i rady nadzorczej) oraz pozwalających ocenić perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa i poprawy lub utrzymania warunków zatrudnienia;
5. Konkurencja – podmioty konkurencyjne będą zainteresowane informacjami pozwalającymi porównać się w kontekście silnych i słabych stron na tle pozostałych w sektorze;
6. Dostawcy – oceniają perspektywę utrzymywania współpracy z raportującym podmiotem oraz ewentualne zmiany w pozycji przetargowej;
7. Instytucje regulujące lub nadzorujące funkcjonowanie przedsiębiorstw – na podstawie prezentowanych przez podmioty raportujące informacji mogą oceniać stopień wypełnienia wdrożonych regulacji oraz ich skuteczność;
8. Naukowcy – raporty publikowane przez przedsiębiorstwa mogą stanowić źródło danych do badań naukowych;
9. Organizacje pozarządowe – mogą reprezentować interesy różnych grup i podmiotów (interesariuszy). Będą przede wszystkim zainteresowane oceną przedsiębiorstw w zakresie działań społecznych, wpływu na środowisko naturalne, zagadnień etycznych;
10. Klienci – mogą być zainteresowani perspektywą przetrwania danego podmiotu na rynku. Ponadto istotne mogą być informacje na temat wpływu działalności przedsiębiorstwa na środowisko, społeczność lokalną, przestrzegania praw pracowniczych, norm etycznych.

Przepisy rachunkowości oraz przepisy dotyczące zawartości raportu spółek giełdowych określają wymogi odnośnie do kwestii ekonomicznych aspektów działalności spółki. Spełnienie tych wymogów jest odpowiedzialnością głównie na oczekiwania inwestorów i kredytodawców. Spełnienie oczekiwań pozostałych interesariuszy zależy natomiast od decyzji danego podmiotu, który przykładowo może dobrowolnie ujawnić dodatkowe informacje dotyczące kwestii społecznych czy ochrony środowiska naturalnego.

3.3. Raport roczny a przejrzystość spółki

Przepisy decydujące o zawartości sprawozdania finansowego i sprawozdania z działalności określają zasady ich tworzenia, zgodnie z którymi raport musi zostać przygotowany. Nie oznacza to jednak, iż wypełnienie

wymogów zawsze przekłada się na przydatność generowanych zgodnie z nimi informacji. Wymogi te spełnić można na kilka sposobów i zapewnić różny stopień użyteczności prezentowanej informacji. Mając na uwadze potrzebę większej przejrzystości, która wynika z oczekiwań otoczenia, spółki powinny rozważać podnoszenie jakości prezentowanych raportów i tym samym przejrzystości swojej działalności.

Można tego dokonać poprzez:

- dostarczenie pełnej informacji wysokiej jakości – w przypadku tych elementów raportów, co do których wymogi są sformułowane (mimo iż szczegółowo) w taki sposób, że podmiot zgodnie z nimi raportujący może podejmować decyzje w zakresie ilości i rodzaju informacji ujawnianych, aby je spełnić,
- ujawnianie informacji, do których przepisy się nie odnoszą, a które mogą być przydatne odbiorcy raportu (tzw. ujawnienia dobrowolne, które pozwalają domknąć lukę sprawozdawczości⁶).

O przejrzystości działalności spółki z uwagi na zawartość raportu prezentowanego interesariuszom będą decydować dwa główne czynniki: jakość i ilość (zakres) prezentowanych informacji. Pozostałe to czas dostarczenia raportu oraz jego dostępność. Wynikają one bezpośrednio ze sposobów, w jaki definiować można przejrzystość⁷.

3.3.1. Jakość informacji w raporcie rocznym

O jakości informacji prezentowanej w publikacjach spółki decyduje stopień spełnienia oczekiwań odbiorcy, do którego są one kierowane. W przypadku raportu rocznego będzie to szeroka grupa interesariuszy. Niezależnie od zakresu prezentowanych informacji powinny one spełniać określone warunki, aby mogły być uznane za użyteczne i przydatne do oceny spółki oraz umożliwiały podejmowanie decyzji.

Niektóre z pożądanych przez odbiorców cech informacji określają przepisy rachunkowości w odniesieniu do sprawozdania finansowego. Informacje w nim zawarte powinny być⁸:

- zrozumiałe – zakłada się, iż użytkownik sprawozdania finansowego posiada pewien zasób wiedzy z rachunkowości oraz wykazuje chęć

6 IFAC, *IFAC Sustainability Framework 2.0*, 2011.

7 Pojęcie przejrzystości opisane zostało w rozdziale pierwszym.

8 J. J. Glynn, J. Perrin, M. P. Murphy, *Rachunkowość dla menedżerów...*, s. 20–26; G. A. Feltham, *The value of information*, "The Accounting Review", October 1968, Vol. 43, No. 4; IFRS Foundation, *The Conceptual Framework for Financial Reporting...*

ważnej analizy sprawozdania⁹. Niemniej, jeśli to możliwe, należy unikać języka technicznego czy prawniczego, który może niepotrzebnie utrudniać czytanie i analizę sprawozdania,

- istotne – informacje są istotne, jeśli mogą wpłynąć na podejmowane przez ich odbiorcę decyzje. Przykładowo mogą pomóc w ocenie przeszłych, bieżących lub przyszłych zdarzeń, a także potwierdzić, skorygować przeszłe ich oceny. Informacja jest istotna, jeśli jej pominięcie lub błędne podanie może wpłynąć na decyzję odbiorcy sprawozdania. Kryterium istotności może zależeć od wielkości danej pozycji lub błędu. Możliwe jest określenie proggu wielkości, poniżej którego pominięcie lub niedokładne podanie danej wielkości nie będzie uznane za wpływające na podejmowane decyzje,
- wiarygodne – informacja jest wiarygodna, jeśli jest:
 - wolna od błędów – warunek ten jest spełniony, jeśli prezentowany opis nie zawiera braków lub pomyłek. Nie oznacza to jednak doskonałej dokładności podawanej informacji,
 - neutralna – neutralność informacji jest zachowana, gdy wybór informacji oraz sposób jej prezentacji nie ma na celu wywarcia określonego wpływu na podejmowane przez odbiorcę decyzje,
 - kompletna – należy prezentować wszystkie informacje (z zachowaniem zasady istotności oraz z uwzględnieniem kosztu generowania informacji), których pominięcie mogłoby wprowadzać odbiorcę w błąd. Oznacza to zamieszczenie wszelkich wyjaśnień i opisów potrzebnych do zrozumienia informacji przez odbiorcę.
- porównywalne – użytkownicy muszą mieć możliwość porównania sprawozdania finansowego ze sprawozdaniami z okresów ubiegłych, tak by można było identyfikować trendy w sytuacji finansowej i wynikach przedsiębiorstwa. Istotna jest również porównywalność pomiędzy sprawozdaniami różnych przedsiębiorstw, co pozwala ocenić względną sytuację spółki na tle pozostałych. Wymaga to zachowania konsekwencji przy generowaniu informacji w każdym z okresów. Wszelkie zmiany w zasadach sporządzania sprawozdania oraz ich wpływ na prezentowane wartości powinny być wskazane. Jednocześnie dążenie do porównywalności nie powinno hamować zmieniania tych zasad w celu poprawy sposobu ujmowania pozycji w sprawozdaniu finansowym w celu zwiększania wiarygodności sprawozdania.

9 Jednocześnie dopuszcza się sytuacje, gdy nawet użytkownik o dużej wiedzy będzie musiał zwrócić się o pomoc do doradcy, celem zrozumienia skomplikowanych elementów sprawozdania. Wynika to z rosnącej złożoności transakcji gospodarczych.

Odnosnie do wskazanych wyżej cech istotności i wiarygodności informacji ważne jest wyważenie korzyści z nich wynikających. Informacje wolne od błędów czy bardzo dokładne wartości dotyczące zdarzeń przeszłych mogą być bowiem mniej przydatne do podejmowania decyzji (mniej istotne) niż informacje nowsze, bardziej aktualne, dotyczące obecnych zdarzeń, choć obarczone większym błędem i niepewnością¹⁰. Dokładna informacja nie warunkuje bowiem jej istotności i przydatności w podejmowaniu decyzji. Zarządy spółek nie chcą publikować informacji mniej dokładnych ze względu na ich mniejszą wiarygodność. Z drugiej strony decyzja o ujawnieniu informacji przez spółkę nie może być warunkowana tylko sposobem jej wygenerowania i pomiaru (zapewnienia wiarygodności), ale przede wszystkim jej przydatnością.

Ponadto, czynnikami, które wpływają na jakość sprawozdania, są: możliwy czas jego sporządzenia oraz koszty z tym związane. Jeśli przygotowanie informacji i jej publikacja trwają zbyt długo, może ona przestać być istotna. Należy rozważyć korzyści dla odbiorcy, jakie wynikają z wiarygodności informacji bardziej dokładnej, ale podanej z opóźnieniem, a tymi wynikającymi z podania mniej pewnej informacji wcześniej¹¹. Nadrzędnym kryterium będzie tutaj przydatność informacji dla podejmowania decyzji.

Ważne wydaje się porównanie potencjalnych korzyści z publikacji informacji i kosztów jej przygotowania i prezentacji. Będzie to jednak ocena w dużej mierze subiektywna, ponieważ koszty ponosi przygotowujący sprawozdanie, a korzyści odnoszą głównie jego odbiorcy. Ponadto korzyści mogą odnosić także ci użytkownicy sprawozdania, do których nie było ono skierowane.

Wydaje się, że przedstawione wyżej cechy świadczące o jakości informacji w sprawozdaniu finansowym można traktować jako pożądane także przy pozostałych elementach raportu spółki, gdzie przedstawiane są wymagane prawem informacje uzupełniające sprawozdanie finansowe, oraz tych częściach raportu, które zawierają informacje ujawniane dobrowolnie. Zbliżone cechy jakościowe informacji postuluje się chociażby w wytycznych *Global Reporting Initiative* czy w ramach sprawozdawczości zintegrowanej¹².

10 P. W. B. Miller, P. R. Bahnson, *Quality Financial Reporting*, McGraw-Hill, New York 2002, s. 243.

11 CFA, *Comprehensive business reporting model: financial reporting for investors*, 2005, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n6.4818> [dostęp 25.01.2015].

12 Wymienia się tam między innymi takie atrybuty, jak: istotność, wiarygodność, kompletność, dokładność, porównywalność.

3.3.2. Zakres informacji w raporcie rocznym

3.3.2.1. Sprawozdanie finansowe

Sprawozdanie finansowe, generowane na podstawie przepisów rachunkowości krajowych lub międzynarodowych, pozostaje jednym z głównych źródeł informacji dla interesariuszy. Przede wszystkim będą to te podmioty, które są zainteresowane sytuacją ekonomiczną przedsiębiorstwa.

Relatywnie wysoki stopień szczegółowości oraz złożoności przepisów rachunkowości jest efektem ich ewolucji wynikającej z dążenia do prezentacji rzetelnego obrazu jednostki, w tym jej majątku i sytuacji finansowej. Tworzenie ponadnarodowego zestawu standardów (MSR/MSSF) zwiększa porównywalność sprawozdań przygotowanych w różnych krajach przez różne podmioty. Mimo niedoskonałości obowiązujących regulacji, informacje ze sprawozdań finansowych, które muszą powstawać według tych samych określonych zasad, pozwalają ich odbiorcom podejmować na ich podstawie decyzje. Dzięki konwergencji przepisów zapewniona jest bowiem przynajmniej częściowa ich porównywalność.

Głównymi elementami sprawozdania finansowego spółek giełdowych są¹³:

- bilans (sprawozdanie z sytuacji finansowej),
- rachunek zysków i strat (sprawozdanie z całkowitych dochodów),
- rachunek przepływów pieniężnych (sprawozdanie z przepływów pieniężnych),
- zestawienie zmian w kapitale własnym (sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym).

Ponadto w ramach sprawozdania finansowego należy również zawrzeć informację dodatkową, która obejmuje:

- wprowadzenie do sprawozdania finansowego,
- dodatkowe informacje i objaśnienia.

13 W nawiasach podano nazwy elementów sprawozdania finansowego wynikające ze zmienionego Międzynarodowego Standardu Rachunkowości nr 1 „Prezentacja sprawozdań finansowych”. Obowiązuje on za okresy sprawozdawcze zaczynające się po 1.01.2009 r. Standard dopuszcza także stosowanie własnych nazw elementów sprawozdania.

Informacja dodatkowa, jako element sprawozdania finansowego, ma za zadanie zapewnić, iż sprawozdanie finansowe przedstawia rzetelnie i jasno sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy przedsiębiorstwa¹⁴. Podstawowym założeniem, istotnym z punktu widzenia odbiorcy analizującego sytuację spółki, jest informacja o kontynuacji działalności gospodarczej w dającej się przewidzieć przyszłości. Należy wskazać, czy istnieją okoliczności, które mogłyby wskazywać na zagrożenie prowadzenia działalności w najbliższym okresie.

W dodatkowych informacjach powinno się znaleźć wskazanie, według jakich przepisów sporządzono sprawozdanie (krajowych, międzynarodowych). Zastosowanie MSR/MSSF może wpływać na zakres i szczegółowość sprawozdania. Ulegają one ciągłym zmianom – można wskazać, jak zmiany regulacji wpłynęły na politykę rachunkowości i prezentację sprawozdania finansowego.

Wprowadzenie do sprawozdania finansowego obejmuje między innymi wykaz przyjętych zasad (polityki) rachunkowości¹⁵. Polityka rachunkowości to w szczególności opis metod wyceny aktywów i pasywów, pomiaru wyniku oraz sposobu sporządzania sprawozdania finansowego w zakresie, w jakim przepisy pozwalają jednostce dokonać wyboru. Opis polityki rachunkowości pozwala zrozumieć, jak wybory metod dopuszczonych przez przepisy wpłynęły na poszczególne pozycje sprawozdania. Bez tego opisu pojedyncza pozycja sprawozdania finansowego, pod tą samą nazwą, ale pochodząca z różnych podmiotów, jest nieporównywalna. Każda jednostka może bowiem inaczej ją mierzyć i szacować. Jednocześnie zdarzenie, transakcja, operacja będące podstawą danej pozycji w sprawozdaniu mogą wyglądać w każdym z podmiotów tak samo. Najprostsza analiza finansowa polegająca na liczeniu wskaźników dla kilku podmiotów jest wtedy utrudniona ze względu na nieporównywalność uwzględnianych pozycji ze sprawozdań.

Polityka rachunkowości może także zawierać wyjaśnienie przyczyn wyborów dokonanych przy jej konstrukcji, tak by odbiorca sprawozdania mógł sam ocenić, czy przyjęte zasady są jemu przyjazne i czy przyczyniają się do większej przejrzystości, porównywalności, kompletności informacji oraz czy sprzyja to ujmowaniu większej czy mniejszej liczby pozycji sprawozdania.

Jeśli w okresie, za który sporządzone jest sprawozdanie, zmieniano zasady polityki rachunkowości, należy wskazać ich wpływ na pozycje sprawozdania, wyjaśnić przyczyny zmiany, a także przedstawić informacje, które zapewnią porównywalność danych z danymi za okres poprzedni.

14 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, art. 4, art. 48.

15 *Ibidem*, art. 48.

W opisie polityki rachunkowości powinny znaleźć się między innymi¹⁶:

- definicje składników aktywów i pasywów oraz metody ich wyceny przy ujęciu początkowym oraz na dzień bilansowy (cena nabycia, koszt wytworzenia, wartość godziwa, zamortyzowany koszt, wartość nominalna, kwota wymagająca zapłaty), w tym między innymi metody wyceny:
 - środków trwałych,
 - wartości niematerialnych i prawnych,
 - nieruchomości inwestycyjnych,
 - zapasów,
 - należności i zobowiązań z tytułu dostaw,
- zasady ustalania odpisów amortyzacyjnych dla grup majątku trwałego,
- zasady ustalania utraty wartości aktywów niefinansowych,
- informacje na temat klasyfikacji i wyceny instrumentów finansowych (w tym instrumentów pochodnych i instrumentów zabezpieczających),
- metody ustalania wartości godziwej (zwłaszcza przy wycenie instrumentów finansowych),
- definicje i zasady tworzenia rozliczeń międzyokresowych przychodów i kosztów,
- definicje i zasady tworzenia rezerw (na podatek dochodowy odroczony, świadczenia pracownicze, inne),
- definicje i zasady tworzenia zobowiązań warunkowych,
- klasyfikacja przychodów i kosztów w podziale na rodzaje działalności,
- zasady ujmowania umów leasingu.

Ważnym zapisem w polityce rachunkowości wydaje się być informacja dotycząca stosowania zasady istotności przy sporządzaniu sprawozdania finansowego. Stosowane poziomy istotności przy pomiarze wartości majątku i składników wyniku finansowego powinny być dokładnie opisane. Decydują one bowiem o tym, jakiego rzędu kwoty są pomijane oraz jakie przybliżenie jest przyjmowane. Warto tu zaznaczyć, że inny poziom istotności będzie korzystny dla przygotowującego sprawozdanie, a inny

16 T. Cebrowska (red.), *Rachunkowość finansowa i podatkowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 223–231; T. Kiziukiewicz (red.), *Ustawa o rachunkowości. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2010, s. 124; E. Walińska (red.), *Rachunkowość finansowa, ujęcie sprawozdawcze i ewidencyjne*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2010, s. 390–392; K. Sawicki (red.), *Wykorzystanie polityki bilansowej i analizy finansowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, „Ekspert” Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2009, s. 35.

dla jego odbiorcy. Nieistotne z punktu widzenia zarządu kwoty mogą się okazać istotne dla czytającego sprawozdanie. Może to mieć szczególne znaczenie przy informacjach niekorzystnych dla przedsiębiorstwa, gdzie ważny może być sam fakt wystąpienia jakiejś pozycji niezależnie od jej kwoty. Dlatego należałoby określać poziom istotności z punktu widzenia potrzeb odbiorcy informacji.

Z uwagi na fakt, iż wiele z wymienionych wyżej pozycji sprawozdania finansowego wymaga przyjęcia założeń, uproszczeń oraz dokonania szacunków, należy szczegółowo je opisać. Mogą one między innymi dotyczyć:

- amortyzacji – należy wyjaśnić przyjęte okresy użytkowania elementów majątku trwałego, metody amortyzacji, wartości likwidacyjne;
- ustalania wartości godziwej – wartość godziwa może pochodzić z aktywnego rynku. W przypadku jego braku może być ustalana w oparciu o model z wykorzystaniem innych zmiennych rynkowych. Opis modelu i przyjętych założeń wydaje się niezbędny do oceny wycenianej pozycji (na przykład instrumentu finansowego);
- tworzenia rezerw – przy wycenie aktuarialnej również korzysta się z modelu, który wykorzystuje określone parametry wejściowe. Wskazany jest opis modelu oraz przyjętych założeń.

Podawane w sprawozdaniu finansowym wartości są wykazywane w określonej wysokości, co może sugerować, że są wyliczone z dużą dokładnością. Jednak przy ich ustalaniu stosuje się szacunki, przybliżenia, uproszczenia, co powoduje, iż omawiane pozycje sprawozdania mogłyby być wykazane w innej kwocie. Nadal byłoby to zgodne z obowiązującymi przepisami. O ile w analizach długoterminowych takie błędy są mniej istotne, o tyle przy krótkoterminowej analizie mogą mieć znaczenie. Odbiorca czytający sprawozdanie powinien móc prześledzić podejmowane przy szacunkach decyzje¹⁷. Wydaje się, że w informacji dodatkowej, w notach objaśniających wskazane jest zamieszczenie informacji na temat marginesu błędu lub stopnia niepewności związanego z prezentowanymi wartościami. Można podać przedział od kwoty minimalnej do maksymalnej, w którym wartość danej pozycji może się mieścić. Jednocześnie należy zaprezentować, w jaki sposób kwoty zależne są od przyjętych założeń czy prognoz, tak by możliwa była kalkulacja wartości dla alternatywnych założeń, w tym skrajnych. Przy wystarczającej ilości informacji odbiorca będzie mógł sam dokonać zmiany założeń i analizować samodzielnie skalkulowane wartości tych samych pozycji.

17 CFA, *Comprehensive business reporting model: financial reporting for investors*, 2005.

Dodatkowe informacje i objaśnienia powinny zawierać wszelkie informacje, które w istotny sposób mogą wpłynąć na ocenę sytuacji spółki. W szczególności mogą być to informacje obejmujące¹⁸:

- zakres zmian wartości grup aktywów trwałych, wynikający z nabycia, zbycia, aktualizacji wartości, a także zestawienie dotychczasowej amortyzacji lub umorzenia. Ponadto powinno wskazać się te aktywa trwałe, które nie są amortyzowane (kontrolowane na podstawie umowy najmu, dzierżawy, leasingu),
- dane na temat struktury kapitału podstawowego i liczby akcji (także uprzywilejowanych),
- propozycje podziału zysku,
- stany rezerw oraz ich zmiany w ciągu okresu (utworzenie, zwiększenie, wykorzystanie, rozwiązanie),
- odpisy aktualizujące należności (utworzenie, zwiększenie, wykorzystanie, rozwiązanie),
- podział zobowiązań długoterminowych na różne przedziały spłat,
- wykaz pozycji rozliczeń międzyokresowych czynnych i biernych,
- zobowiązania zabezpieczone na majątku przedsiębiorstwa,
- zobowiązania warunkowe (na przykład z tytułu gwarancji, poręczeń),
- informacje na temat odpisów aktualizujących wartość środków trwałych, zapasów,
- strukturę przychodów (w podziale na rejony, rodzaje działalności),
- informacje o przychodach, kosztach i wynikach działalności zaniechanej lub przewidzianej do zaniechania,
- rozliczenie różnic pomiędzy podstawą opodatkowania a wynikiem finansowym brutto,
- dane na temat kosztów w układzie rodzajowym (w przypadku sporządzania rachunku zysków i strat w układzie kalkulacyjnym),
- poniesione i planowane nakłady na niefinansowe aktywa trwałe,
- kursy walut dla pozycji wyrażonych w walutach obcych,
- objaśnienie struktury środków pieniężnych przyjętych do sporządzenia rachunku przepływów pieniężnych,
- informacje o charakterze zawartych przez jednostkę umów niewzględzonych w bilansie w zakresie niezbędnym do oceny ich wpływu na sytuację majątkową, finansową i wynik finansowy jednostki,

18 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Załącznik 1.

- istotnych transakcjach (wraz z ich kwotami) zawartych przez jednostkę na innych warunkach niż rynkowe ze stronami powiązanyymi (jednostkami powiązanyymi, pracownikami, członkami ich rodzin),
- informacje o wspólnych przedsięwzięciach niepodlegających konsolidacji,
- o transakcjach z jednostkami powiązanyymi,
- o udziałach w jednostkach powiązanyymi,
- przeciętnym zatrudnieniu,
- wynagrodzeniach zarządu i rady nadzorczej,
- wynagrodzeniu podmiotu badającego sprawozdanie finansowe,
- jeżeli jednostka nie sporządza skonsolidowanego sprawozdania finansowego – wyjaśnienie przyczyny,
- podstawowe wskaźniki ekonomiczne dotyczące jednostek powiązanyymi,
- informacje na temat połączenia jednostek (fuzji i przejęć),
- inne informacje, które mogłyby w istotny sposób wpłynąć na ocenę sytuacji majątkowej, finansowej oraz wyniku finansowego jednostki.

Warto zwrócić uwagę na ostatnią pozycję z powyższej listy, która wskazuje, by w sprawozdaniu finansowym znalazły się wszystkie informacje, które mogłyby w istotny sposób wpłynąć na ocenę sytuacji finansowej, majątkowej i wyników jednostki. Mowa tu przede wszystkim o takich informacjach, których przepisy nie wskazują i których ujawnienie zależy od decyzji jednostki. Mogłyby to być informacje, które rekompensowałyby pewne niedoskonałości przepisów rachunkowości.

Bilans i rachunek zysków i strat zawierają pozycje, których wartości historyczne wynikają ze stosowania zasady memoriałowej. Kwoty składające się na te pozycje mogły być ustalone w różnych momentach przeszłości. Tym samym porównywalność określonej pozycji w sprawozdaniach kilku podmiotów jest ograniczona. Ponadto wartości historyczne, których księgowanie nastąpiło w przeszłości, mogą odbiegać od wartości rynkowych danych pozycji. Z punktu widzenia odbiorcy sprawozdania, istotniejsze wydają się być wartości rynkowe lub zbliżone do rynkowych. Na ich podstawie łatwiej jest oceniać zdolność przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych w przyszłości. Raport roczny zawierający sprawozdanie finansowe ukazuje się zwykle około trzech miesięcy po dacie, na którą jest ono sporządzane, co dodatkowo wpływa na zmniejszenie związku wartości określonych pozycji z wartościami rynkowymi. Niektórzy autorzy proponują zatem, by obok bilansu przygotowanego w oparciu o przepisy rachunkowości prezentować także jego uzupełnienie w postaci zestawienia aktywów i pasywów w wartościach rynkowych

(względnie wartościach godziwych) ustalanych na dany dzień¹⁹. Miałyby to zapewnić większą porównywalność sprawozdań różnych podmiotów, a zarazem dostarczyć bardziej aktualnej informacji odbiorcy sprawozdania. Postulat ten motywowany jest faktem, że inwestorzy (obecni i potencjalni) w celu podjęcia decyzji o zakupie, sprzedaży akcji biorą pod uwagę oczekiwane przyszłe zmiany wartości rynkowej (godziwej). Z tego powodu wartości historyczne podane z opóźnieniem są mniej istotne i mniej użyteczne przy podejmowaniu decyzji. Należy zwrócić uwagę, że sposób ustalania wartości rynkowych w proponowanym zestawieniu aktywów i pasywów zależałby w pełni od decyzji jednostki. Przy braku wymogów prawnych w tym zakresie, zezwalałby na dowolność w stosowanych metodach. Dowolność ta nie powinna być jednak wykorzystana do takiego przygotowania uzupełniającego bilansu, by stanowił on narzędzie poprawy wizerunku spółki („upiększania”). Nadrzędną zasadą przy ustalaniu wartości rynkowych powinno być ułatwienie podejmowania decyzji odbiorcy informacji. Czytający sprawozdanie musi jednak być świadom, iż brak standardów przygotowania uzupełniającego bilansu będzie skutkowało koniecznością stosowania przybliżeń i uproszczeń. Jeśli zarząd zdecyduje się prezentować obok wartości (aktywów, pasywów) zgodnych ze standardami rachunkowości także wartości rynkowe danych elementów bilansu, to powinien jednocześnie udostępnić wszelkie informacje pozwalające tę wycenę odtworzyć przez użytkownika raportu. Będą to przede wszystkim parametry wejściowe, założenia, źródła danych, którymi się posługiwano. Można również pokazać, jakimi metodami osiągnięto dane wyniki. Celem ujawnień tych informacji ma być możliwość przeprowadzenia przez odbiorcę raportu własnych kalkulacji wartości rynkowych, alternatywnych do tych przedstawionych przez zarząd.

Celem powyższej propozycji jest jedynie uzupełnienie bilansu wymaganego przepisami rachunkowości, a nie jego zastąpienie. Niektórzy odbiorcy sprawozdania finansowego mogą bowiem preferować sprawozdanie finansowe przygotowane w oparciu o obowiązujące standardy rachunkowości, będąc świadomi ich zalet i wad.

W ramach uzupełniania sprawozdania finansowego o przydatne informacje można ponadto przedstawić²⁰:

- majątek trwały (budynki, grunty, wyposażenie) spółki – warto pokazać, jakie metody amortyzacji zastosowano, jaka była wartość

19 P. W. B. Miller, P. R. Bahnson, *Quality Financial Reporting...*, Chapter 15.

20 *Ibidem*, Chapter 16–17; PricewaterhouseCoopers, *Corporate reporting, Is it what investment professionals expect?*, 2007, http://www.pwc.no/no_NO/no/ifrs/publikasjoner/corporate-reporting-is-it-what-investment-professionals-expect.pdf [dostęp 25.01.2015].

początkowa (najlepiej w wartościach rynkowych) oraz jaki okres amortyzacji przyjęto dla poszczególnych elementów majątku. Można również pokazać, jak wyglądałyby koszty amortyzacji, jeśli okres amortyzacji oszacowano by na dłuższy lub krótszy. Ponadto zgodnie z postulatem wcześniejszym wskazane byłoby zaprezentowanie wartości rynkowych elementów majątku, nawet jeśli podane one będą w przybliżeniu, oszacowane na podstawie średniej lub mediany wartości ostatnich transakcji na rynku;

- proponuje się prezentację metody bezpośredniej rachunku przepływów pieniężnych. Metoda pośrednia w najważniejszej części, czyli dotyczącej przepływów operacyjnych, nie dostarcza informacji na temat wpływów i wydatków. Jednocześnie na podstawie pozostałych składników sprawozdania finansowego (bilans, rachunek zysków i strat) niewykonalne jest samodzielne przygotowanie wiarygodnego rachunku przepływów pieniężnych metodą bezpośrednią. Można również zaprezentować uszczegółowienie poszczególnych pozycji rachunku przepływów pieniężnych. Wskazane będą wszelkie zestawienia mające pomóc odbiorcy analizować przepływy pieniężne w ramach działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej;
- w przypadku rachunku zysków i strat powinno się przedstawić szczegółowy podział kosztów w różnych przekrojach (według rodzaju i według funkcji). Można również wskazać, jaka część kosztów ma charakter stały, a jaka zmienny, tak by możliwa była analiza dźwigni operacyjnej;
- szczegóły na temat przychodów – oprócz struktury (produkty, regiony geograficzne, oddziały) można również wskazać, jaka część przychodów ze sprzedaży za ostatni rok jest możliwa do utrzymania w okresie przyszłym. Można również wskazać, z czego wynikał wzrost (spadek) przychodów – czy z wielkości sprzedaży czy z podwyżek cen lub innych powodów;
- informacje na temat wszelkich transakcji i zdarzeń, które miały charakter unikalny, jednorazowy, a które wpłynęły na wartości przychodów i kosztów, aktywów i pasywów. Mogą to być pojedyncze transakcje sprzedaży aktywów, zmiany metod wyceny czy reklasyfikacja aktywów i pasywów;
- wartości rynkowe aktywów, z których spółka korzysta w ramach leasingu operacyjnego. Jednocześnie należy wskazać, ile wynoszą zobowiązania z tytułu leasingu oraz jakie będą płatności w przyszłości;
- należności i zobowiązania – można przedstawić zestawienie należności i zobowiązań wraz ich wiekiem oraz przewidywanymi terminami uregulowania. W ten sposób odbiorca będzie miał dodatkową

- informację ponad wymagany podział na rozrachunki do 12 i powyżej 12 miesięcy;
- informacje na temat rezerw. Jakie były powody ich utworzenia, jakie modele zastosowano do szacowania ich wysokości;
 - zestawienie pozycji pozabilansowych – kwoty i potencjalne terminy spłaty.

Wszelkie omówione wyżej uzupełnienia sprawozdania finansowego mają na celu ułatwienie oceny sytuacji spółki. Im więcej informacji do dyspozycji ma ich odbiorca, tym mniejsza jest jego niepewność i konieczność przyjmowania założeń, szacunków czy uproszczeń (ponieważ te informacje są podane). Ważne będzie tutaj zachowanie odpowiedniego poziomu agregacji danych. Pozycje sprawozdania finansowego (na przykład z bilansu) są zwykle wysoce zagregowane. Z tego powodu wymaga się przedstawienia danych zdezagregowanych lub dodatkowych objaśnień poszczególnych pozycji, które dezagregację umożliwią²¹. Poziom dezagregacji powinien ułatwiać analizę pozycji sprawozdania i odpowiadać oczekiwaniom jego odbiorcy. Przykładowo skład pozycji „pozostałe, inne aktywa” powinien być objaśniony. Jest to szczególnie istotne, gdyż zdarza się, że w ramach takich pozycji sumuje się wartości pozycji zupełnie różnych (inne sposoby pomiaru, inna treść ekonomiczna, inny wpływ na sytuację spółki).

3.3.2.2. Pozostałe elementy raportu spółki

Sprawozdanie finansowe, jako istotny element raportu spółki giełdowej, kierowane jest przede wszystkim do interesariuszy zainteresowanych sytuacją finansową, majątkową i wynikami jednostki. Ma ono służyć za podstawę oceny zdolności przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych i tworzenia wartości w przyszłości. Standardy rachunkowości są ciągle doskonalone, by sprawozdanie finansowe jak najwierniej ukazywało wyniki i sytuację spółki poprzez zwiększanie jego przejrzystości (globalna harmonizacja przepisów, przejście od reguł do zasad, wycena w wartościach rynkowych). Nadal jednak czynniki kreujące wartość dzisiejszych spółek, jak kapitał ludzki i zasoby niematerialne, nie znajdują pełnego odzwierciedlenia w sprawozdaniu finansowym. Z tego powodu wskazane jest, by w raporcie obok sprawozdania finansowego znalazły się także dodatkowe informacje (w tym niefinansowe), które pozwolą w pełni ocenić jego sytuację i potencjał rozwoju. Stanowią one mogą kontekst i rozszerzenie informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym, co pozwoli spojrzeć

21 CFA, *Comprehensive business reporting model: financial reporting for investors*, 2005.

na historyczne wyniki z uwzględnieniem strategii spółki, zmian w otoczeniu oraz będzie podstawą przewidywania przyszłości funkcjonowania spółki²². Przeprowadzone badania pokazały, że dla odbiorców raportów spółki preferowanym źródłem informacji niefinansowych są dokumenty uzupełniające sprawozdanie finansowe (głównie chodzi tu o sprawozdanie z działalności), nawet jeśli informacje te zawarte są również w informacjach dodatkowych (notach) do sprawozdania finansowego²³.

Zgodnie z oczekiwaniami otoczenia (wskazanymi w poprzednich rozdziałach) powinny być to informacje pozwalające oceniać potencjał spółki do tworzenia wartości i generowania dodatnich przepływów pieniężnych (tworzenia wartości dla akcjonariuszy). Coraz więcej uwagi przywiązuje się także do publikowania informacji istotnych dla innych interesariuszy, którzy są zainteresowani pozaekonomicznymi aspektami funkcjonowania spółki. Będą to między innymi informacje na temat kwestii społecznych (dotyczących pracowników, klientów, społeczności lokalnej) oraz związanych z wpływem działania spółki na środowisko naturalne. Wśród wymienionych obszarów ujawniania informacji najobszerniej bywa zwykle opisany aspekt ekonomiczny funkcjonowania spółki związany z jej zdolnością do przetrwania i rozwoju. Ujawnienia w pozostałych dwu obszarach, choć istotne, są opisywane znacznie rzadziej lub mniej szczegółowo.

3.4. Pożądany zakres informacji w raporcie rocznym

Scharakteryzowano powyżej sprawozdanie finansowe jako istotny składnik raportu rocznego. Przedstawiono także kilka postulatów, które służyć mogą zwiększaniu jego użyteczności, a tym samym przejrzystości spółki. Poniżej zaprezentowano pożądany zakres informacji w raporcie

22 International Corporate Governance Network, *ICGN Statement and Guidance on Non-financial Business Reporting*, 2008, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/reporting-disclosure/swedish-presidency/files/background_documents/statement_and_guidance_on_non-financial_reporting_-_international_corporate_governance_network_en.pdf [dostęp 25.01.2015].

23 V. Arnold, J. C. Bedard, J. Phillips, S. G. Sutton, *Where Do Investors Prefer to Find Nonfinancial Information?*, 23.08.2010, <http://www.journalofaccountancy.com/Web/20102682.htm> [dostęp 25.01.2015].

rocznym, który może stanowić uzupełnienie i kontekst sprawozdania finansowego. Zestawienie poniższe stanowi syntezę wymogów regulacyjnych oraz sugestii ujawnień dobrowolnych promowanych przez omówione w rozdziale drugim inicjatywy. Podzielone ono zostało na następujące bloki tematyczne:

- analiza otoczenia,
- strategia spółki,
- nadzór korporacyjny,
- struktura właścicielska, grupa kapitałowa, akcje,
- ryzyko,
- wyniki spółki,
- tworzenie wartości,
- prognozy,
- informacje na temat relacji z interesariuszami.

3.4.1. Analiza otoczenia

Analiza otoczenia spółki może być elementem wprowadzającym do analizy pozostałych informacji na temat działalności spółki. Zewnętrzne uwarunkowania, zmiany w otoczeniu mogą mieć istotny wpływ na wybory strategiczne przedsiębiorstwa, wyniki obecne i przyszłe. Każda spółka działa w określonym otoczeniu, które z uwagi na wzajemność relacji warunkuje podejmowane przez jej zarząd decyzje w celu zapewnienia spółce przetrwania i rozwoju. Zmieniające się otoczenie stwarza zarówno szanse, jak i zagrożenia dla jej funkcjonowania i tym samym wpływa na bieżące i przyszłe wyniki oraz efektywność przedsiębiorstwa. Właściwa ocena wyników spółki jest możliwa tylko wtedy, gdy ujawniane są informacje na temat otoczenia, w jakim działa²⁴. Wprawdzie odbiorca raportu część informacji na temat otoczenia spółki i rynku, na którym działa, może pozyskać także z innych źródeł (na przykład z opracowań, magazynów branżowych, raportów konkurencji), to wskazane jest, by takie informacje prezentować w raporcie spółki. Po pierwsze sprawia to, iż odbiorca raportu otrzymuje kompletny obraz czynników wpływających na działanie spółki. Po drugie, informacje na temat rynku i otoczenia są często kluczowe dla oceny bieżącej sytuacji spółki oraz tworzenia jej prognoz i z tego powodu nie należy pozostawiać ich prezentacji zewnętrznym w stosunku do spółki podmiotom (analitykom, komentatorom)²⁵. Ponadto

²⁴ M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 95.

²⁵ PricewaterhouseCoopers, *Corporate reporting framework...*

informacje te powinny być zawarte w raporcie spółki, nawet jeśli dane na temat rynku z innych źródeł mogłyby prezentować wyższy poziom obiektywności.

Należy wskazać wszelkie uwarunkowania makroekonomiczne, które wpływały lub będą wpływać na funkcjonowanie spółki²⁶. Można zatem opisać analizę wpływu takich czynników, jak: stopy procentowe, kursy walutowe, tempo wzrostu PKB, inflacja, dochody ludności, bezrobocie, skłonność do oszczędzania, konsumpcji.

Ważnym elementem opisu otoczenia spółki jest analiza rynku i branży²⁷. Informacje te mogą stanowić następnie punkt odniesienia do oceny wyników spółki. Przede wszystkim należy przedstawić informacje ogólne o rynku, jak jego rozmiary, podział geograficzny, podział według linii produktów, usług. Warto również wskazać trendy panujące na rynku, które mogą być związane ze zmianami popytu, cen produktów, cen surowców.

W dalszej kolejności zarząd powinien odnieść się do wszelkich uwarunkowań rynkowych, które wpływają na wyniki spółki. W szczególności może to być prezentacja informacji na temat:

- konkurencji – wskazane jest przedstawienie kluczowych czynników przewagi konkurencyjnej w sektorze. Można wskazać głównych konkurentów wraz z ich udziałami w rynku (obecnymi i prognozowanymi). Przydatne byłoby porównanie silnych i słabych stron spółki raportującej z pozycją głównych konkurentów i przedstawienie pozycji spółki na tle innych działających w sektorze. Wskazane również będzie ukazanie natężenia konkurencji w sektorze oraz możliwości pojawienia się nowych konkurentów;
- otoczenia regulacyjnego, prawnego i politycznego – należy opisać wszelkie regulacje (zarówno obecne, jak i projektowane), które mogą wpływać na sposób funkcjonowania spółki²⁸. Mogą one dotyczyć takich kwestii, jak: podatki, ochrona środowiska, przepisy imigracyjne, prawa pracownicze, licencjonowanie działalności, normy ostrożnościowe, przepisy antymonopolowe. Ponadto istotny może być opis wpływu procesów gospodarczych, takich jak deregulacja, prywatyzacja, nacjonalizacja;
- klientów – można tutaj poinformować o zmianach w oczekiwaniach, preferencjach klientów i ich wpływie na funkcjonowanie

26 Uchwała Nr 6/2014 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 15 kwietnia 2014 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Standardu Rachunkowości Nr 9 „Sprawozdanie z działalności”.

27 IFRS Foundation, *The Conceptual Framework for Financial Reporting...*

28 PricewaterhouseCoopers, *Corporate reporting framework...*

spółki²⁹. Istotne mogą się również okazać informacje na temat takich czynników, jak: zmiany demograficzne, stylu życia, wpływy kulturowe, które mogą mieć znaczenie dla struktury bazy klientów i zgłaszanego przez nich popytu tak na obecne, jak i oferowane w przyszłości produkty. Warto przedstawić również głównych klientów spółki oraz ich znaczenie dla jej funkcjonowania (przykładowo skutki nagłej rezygnacji z produktów spółki czy koncentracja przychodów);

- dostawców – istotna będzie informacja na temat liczby dostawców i stopnia uzależnienia spółki od wybranych dostawców (ich siła przetargowa), tak by przykładowo możliwa była ocena znaczenia nagłego zerwania relacji z jednym z nich³⁰;
- technologii – informacje na temat technologii i innowacji stosowanych w branży, a przede wszystkim identyfikacja wszelkich zachodzących zmian (także przyszłych), które mogą mieć wpływ na sposób funkcjonowania spółki, jej rozwój i przetrwanie. Rozwój technologii może wpływać zarówno pozytywnie, jak i negatywnie na sytuację spółki (zagrożenia ze strony bardziej zaawansowanych technologicznie substytutów).

Poza powyższymi warto odnieść się także do kontekstu społecznego i środowiskowego działania organizacji. Jak wspomniano w poprzednich rozdziałach, są one nieodzownym elementem prowadzenia działalności i mogą wywierać pośredni lub bezpośredni wpływ na funkcjonowanie podmiotu (generować szanse i zagrożenia)³¹.

3.4.2. Strategia spółki

Opis strategii spółki powinien stanowić fundament całego raportu³². Strategia służy do realizacji długoterminowej wizji oraz pełnienia roli określonej w misji spółki³³. Misja i wizja powinny być formułowane z uwzględnieniem nie tylko akcjonariuszy, ale także pozostałych interesariuszy. Opis strategii spółki pozwala odbiorcy raportu przewidywać funkcjonowanie spółki w przyszłości, gdyż strategia wskazuje na kierunek,

29 Accounting for Sustainability, *Connected Reporting – A practical guide with worked examples*, 2009.

30 AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus...*

31 IIRC, *The <IR> International Framework*, Grudzień 2013.

32 PricewaterhouseCoopers, *Corporate Reporting: The Competitive Landscape*, 2007, http://pwc.blogs.com/corporatereporting/files/corporate_reporting_the_competitive_landscape.pdf [dostęp 25.01.2015].

33 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 101.

w którym zarząd chce prowadzić przedsiębiorstwo³⁴. Z opisu strategii powinna wynikać zdolność podmiotu do generowania wartości w okresie krótkim i długim. Wskazane jest również, by ujawnić powiązania pomiędzy wynikami historycznymi a planowanymi, a także to, czy i w jakim zakresie przeszłe doświadczenia organizacji zostały wykorzystane w projektowaniu obecnej strategii³⁵.

Użyteczny opis strategii powinien prezentować jasno określone cele i priorytety spółki, a także sposoby, zasoby oraz relacje wymagane do ich realizacji. Tym samym ujawnienia te są bezpośrednio powiązane z prezentowanymi w dalszej części sugestiami odnośnie do danych perspektywnych.

W szczególności spółka może przedstawić informacje na temat:

- finansowych i niefinansowych celów spółki – konieczne jest wyraźne stwierdzenie, jakie są długoterminowe cele spółki oraz jakimi sposobami, taktykami zarząd zamierza je osiągnąć. Następnie należy wskazać, jakie są cele szczegółowe, operacyjne, które służą realizacji strategii³⁶. Warto również prezentować średnioterminowe cele spółki oraz ważne etapy jej rozwoju (*milestones*). Powinno się również wskazać cele, których nie udało się osiągnąć oraz wyjaśnić tego przyczyny – zarówno wewnętrzne (wynikające z błędnych decyzji spółki), jak i zewnętrzne (wynikające ze zmian w otoczeniu spółki). Można również wskazać, w jakim stopniu strategia spółki może być zrealizowana poprzez wzrost organiczny spółki, a w jakim poprzez fuzje i przejęcia;
- miar umożliwiających określenie stopnia realizacji strategii i planów – należy przedstawić wszelkie miary efektywności (*key performance indicators* – KPI) wykorzystywane przez zarząd, w tym dotyczące działalności operacyjnej, finansowych miar wyników, a także wszelkich niefinansowych miar efektywności³⁷. Wśród finansowych miar efektywności można wymienić przykładowo: rentowność sprzedaży, wzrost sprzedaży, wzrost rentowności aktywów. Niefinansowe miary efektywności to w szczególności: wzrost liczby klientów, wzrost lojalności lub satysfakcji klientów, rozszerzanie wiedzy o kliencie, wzrost rentowności lub satysfakcji pracowników, wzrost liczby oferowanych, projektowanych produktów³⁸. Istotne, by wykorzystywane miary były dokładnie zdefi-

34 FASB, *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*, 2001.

35 IIRC, *The <IR> International Framework...*

36 PricewaterhouseCoopers, *Corporate Reporting: The Competitive Landscape...*

37 IIRC, *The <IR> International Framework...*

38 W. Skoczylas, *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 109.

niowane i opisane (konstrukcja, sposób liczenia). Jeśli strategia jest w trakcie wdrażania, należy przekazać, jak długo już trwa jej realizacja, jakie były szczegółowe cele i w jakim stopniu je osiągnięto.

Jak wspomniano wcześniej, opis strategii to fundament raportu i jego odbiorca powinien znaleźć powiązania tego fragmentu z pozostałymi ujawnieniami, w tym dotyczącymi otoczenia, wyników, ryzyka, planów i prognoz, relacji z interesariuszami. Należy prezentować, jak struktura organizacyjna, ład korporacyjny, procesy i zasoby przedsiębiorstwa, systemy zarządzania ryzykiem wpływają na możliwość realizacji planów strategicznych. Należy pokazać, jak strategia i struktura spółki przekładają się na jej możliwości przetrwania i konkurowania.

3.4.3. Nadzór korporacyjny

Odbiorcy raportu (zwłaszcza akcjonariusze obecni i potencjalni) są zainteresowani informacjami, które pozwolą im ocenić, czy zarządzający spółką działający w imieniu akcjonariuszy postępuje tak, by tworzyć wartość zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Innymi słowy, zaprezentowane powinny zostać powiązania pomiędzy elementami struktury organizacji a jej zdolnością do tworzenia wartości³⁹. W szczególności ujawnienia dotyczyć będą zasad działania zarządu oraz organu nadzorczego (w tym komitetów w ich ramach powołanych) oraz walnego zgromadzenia⁴⁰. W raporcie spółki musi znaleźć się wskazanie, jakiemu kodeksowi dobrych praktyk ładu korporacyjnego ona podlega oraz wyjaśnienie wszelkich odstępstw od jego stosowania.

Wskazane jest dokładne opisanie osób zarządzających spółką, prezentacja ich doświadczenia, wykształcenia, kompetencji oraz zakresu odpowiedzialności i okresu zatrudnienia. Należy również opisać zasady powoływania i odwoływania członków zarządu i rady nadzorczej.

Istotną informacją jest polityka wynagradzania zarządu i członków rady nadzorczej. Należy wskazać kwoty i rodzaj wynagrodzenia (np. gotówka, opcje, akcje), a także jaka część wynagrodzenia jest stała, a jaka zależy od osiągniętych wyników (należy podać także miary wyników, od których zależy wynagrodzenie). Niezwykle ważne jest wskazanie, w jaki sposób wynagrodzenie zarządu jest powiązane z realizacją strategii spółki oraz kluczowymi wskaźnikami efektywności (KPI). Odbiorca

39 IIRC, *The <IR> International Framework...*

40 Uchwała Nr 6/2014 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 15 kwietnia 2014 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Standardu Rachunkowości Nr 9 „Sprawozdanie z działalności”.

raportu powinien być w stanie analizować politykę wynagrodzeń (zarówno podstawowych, jak i nagród), ich wysokość, rodzaj, sposób kalkulacji w kontekście realizacji przyjętej strategii podmiotu⁴¹.

W raporcie należałoby się odnieść do kwestii niezależności członków rady nadzorczej. Wskazać powinno się udziały zarządu i członków rady w podmiotach powiązanych ze spółką oraz wszelkie powiązania (rodzinne, biznesowe) tych osób z głównymi akcjonariuszami spółki. Ważną informacją będzie także wykaz komitetów w radzie nadzorczej (skład i funkcje). Spółka powinna wskazać, jak jest oceniana praca rady nadzorczej (jeśli jest). Ważne jest także przedstawienie relacji z prac rady w ciągu roku, w tym z uczestnictwa jej członków w określonych zadaniach⁴².

Wartościowe będzie przedstawienie polityki podmiotu w zakresie rozpatrywania skarg akcjonariuszy, co pozwala ocenić podejście zarządu do przestrzegania ich praw. W celu podkreślenia wagi przywiązywanej przez zarząd i radę do stosowania kodeksów dobrych praktyk i zasad etyki w ogóle, spółka powinna w raporcie opisać politykę zgłaszania nieprawidłowości w organizacji (*whistleblowing policy*)⁴³.

3.4.4. Struktura właścicielska, grupa kapitałowa, akcje

Interesariuszami najbardziej zainteresowanymi tymi informacjami są obecni i potencjalni akcjonariusze spółki. Informacje na temat grupy kapitałowej, jej struktury i akcjonariatu mogą być przydatne do oceny kierunku rozwoju spółki (fuzje, przejęcia).

W ramach tej części raportu spółka powinna przedstawić informacje na temat⁴⁴:

- głównych akcjonariuszy spółki wraz z wielkościami posiadanych udziałów. Należy także wskazać akcjonariuszy, którzy bezpośrednio lub pośrednio posiadają co najmniej określoną liczbę głosów (przykładowo przedstawić posiadanie odpowiednio 3, 5, 10, 25, 50, 75% głosów);

41 OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2011; PricewaterhouseCoopers, *Corporate Reporting: The Competitive Landscape...*

42 K. Gazdar, *Reporting Nonfinancials*, John Wiley & Sons, 2007, Chapter 4.

43 *Ibidem*.

44 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim...

- ważniejszych zmian w strukturze akcjonariuszy – w tym zakupów i sprzedaży akcji przez zarząd, członków rady nadzorczej oraz pracowników;
- rodzajów akcjonariuszy – czy są to inwestorzy indywidualni, instytucjonalni, jaka jest ich narodowość;
- struktury grupy kapitałowej – należy wskazać spółki wchodzące w jej skład oraz wzajemne między nimi powiązania właścicielskie (akcjonariat krzyżowy). Ponadto przydatną informacją byłby opis funkcjonalnych zależności pomiędzy podmiotami grupy kapitałowej, formalnej hierarchii odpowiedzialności oraz zależności między poszczególnymi spółkami, liniami biznesowymi⁴⁵. Będzie to istotne zwłaszcza w przypadku grup o zdywersyfikowanej działalności.

Spółka powinna także przedstawić informacje na temat wyemitowanych dotychczas akcji. W szczególności mogą być to informacje na temat:

- liczby akcji zwykłych, uprzywilejowanych, niemych – wraz z opisem ograniczeń w zbywaniu akcji, praw głosowania,
- opis praw akcjonariuszy niewynikających bezpośrednio z powszechnie obowiązujących przepisów prawa,
- akcji własnych,
- wartości nominalnej akcji,
- liczby akcji dostępnych w obrocie (*free float*),
- kursu akcji – wskazane jest ukazanie historycznego kształtowania się kursu akcji, jego wartości minimalnych, średnich, maksymalnych. Warto również przedstawić analizę zmian kursu akcji (przyczyny), a także porównanie tych zmian ze zmianami indeksów giełdowych (ogólnych i branżowych),
- wypłaconej dywidendy, dywidendy na akcję,
- wskaźników rynku kapitałowego – zysku na akcję (EPS), przepływów pieniężnych na akcję (*cash flow per share* – CFPS), ceny do wartości księgowej (P/BV). Wskazane jest też podanie TSR (*total shareholder return*), czyli wskaźnika, który pokazuje całkowity zwrot z akcji (uwzględnia zmianę kursu i dywidendę). Wskaźniki te należy prezentować w porównaniu z wartościami osiąganymi przez konkurencję lub na tle rynku.

Poza powyższymi przydatnym ujawnieniem będzie informacja na temat transakcji z podmiotami powiązanymi ze spółką, wśród których można wymienić: głównych akcjonariuszy, zarządzających, dostawców, klientów czy konkurentów⁴⁶.

45 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 114.

46 AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus...*

3.4.5. Ryzyko

Odbiorcy raportu oczekują informacji na temat wszelkich czynników, które mogą wpływać na przyszłą sytuację spółki, a w szczególności na proces generowania wartości spółki w krótkim i długim okresie. Konieczne jest ujawnianie opisu głównych ryzyk, na które narażona jest spółka przy realizacji swojej strategii⁴⁷. Sprawozdanie finansowe i towarzyszące mu objaśnienia prezentują przede wszystkim wyniki historyczne. Ryzyko natomiast generuje potencjalne zagrożenia (a także szanse) dla funkcjonowania spółki w przyszłości⁴⁸. Tym samym ujawnienia na temat ryzyka są przede wszystkim powiązane z prezentacją informacji perspektywicznych⁴⁹.

Wśród ryzyk, na które może być narażona spółka, można wymienić⁵⁰:

- ryzyko finansowe – w jego ramach wyróżnia się: ryzyko kredytowe, ryzyko rynkowe (zmian stóp procentowych, kursów walut, cen towarów, papierów wartościowych), ryzyko płynności,
- ryzyko operacyjne – związane ze sposobem funkcjonowania przedsiębiorstwa, działaniami pracowników, procedurami, systemami i urządzeniami,
- ryzyko prawne,
- ryzyko utraty reputacji,
- ryzyko polityczne, gospodarcze, społeczne.

Ryzyko finansowe jest związane przede wszystkim z pozycjami sprawozdania finansowego (instrumenty finansowe, należności, zobowiązania, przychody, koszty). Prawie każda pozycja sprawozdania finansowego wiąże się z jakimś ryzykiem⁵¹. Szczególnie istotny jest opis ryzyka związanego z instrumentami finansowymi. Ważne są informacje na temat ekspozycji na ryzyko oraz opis przyjętych przez spółkę celów i metod zarządzania ryzykiem. Odbiorca raportu potrzebuje informacji na temat

47 PricewaterhouseCoopers, *Corporate Reporting: The Competitive Landscape...*

48 Warto zwrócić uwagę, że ryzyko może wpływać zarówno niekorzystnie, jak i korzystnie na działalność spółki.

49 Niemniej odwołania do opisu ryzyka mogą i często powinny pojawić się w pozostałych elementach raportu – opisie strategii, analizie otoczenia, wyników, relacji z interesariuszami czy ładu korporacyjnego.

50 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 150; M. Marcinkowska, *Czy raport roczny może ostrzec przed ryzykiem?*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2009, nr 1.

51 Istnieje niepewność co do odzyskiwalności kwot, w jakich wykazywane są aktywa (przykładowo należności czy wyroby gotowe). Podobnie po stronie zobowiązań istnieje zagrożenie możliwości ich spłacenia, w przypadku rezerw natomiast ryzyko ich niedoszacowania lub przeszacowania.

sposobu i skali wpływu poszczególnych ryzyk na pozycje sprawozdania (majątku, zobowiązań, kapitału własnego, przychodów, kosztów, przepływów pieniężnych). W przypadku ryzyka finansowego wskazane jest w jak największym stopniu posługiwanie się informacjami ilościowymi⁵², na przykład za pomocą miar wrażliwości, zmienności lub zagrożenia⁵³. Powyższe ujawnienia na temat ryzyka pozwalają ocenić stopień niepewności związany z poszczególnymi pozycjami sprawozdania w zakresie możliwych ich zmian w przyszłości.

Wśród informacji na temat ryzyka powinien znaleźć się opis wszelkich zagrożeń kontynuowania działalności spółki, postępowań sądowych, czynników zewnętrznych wpływających na wyniki spółki (makroekonomicznych, działań konkurentów, dostawców, klientów, trendów, sezonowości, dostępności surowca) i wewnętrznych (sytuacji finansowej spółki, struktury kosztów, kompetencji pracowników, związków zawodowych). Warto zauważyć, iż zagrożenia dla działania spółki mogą mieć swoje źródło w każdym z ogniw łańcucha tworzenia wartości. Z tego powodu identyfikacja i raportowanie ryzyka wynikającego z negatywnych konsekwencji działań dostawców czy kontrahentów jest niezwykle ważne⁵⁴. Mogą one bowiem wpływać na wizerunek organizacji, a w rezultacie na jej zdolność do przetrwania i rozwoju. Z uwagi na powyższe postuluje się, by prezentować wszelkie istotne ryzyka wynikające z faktu wchodzenia organizacji w relacje z różnymi interesariuszami i wywierania wpływu na otoczenie społeczne i środowisko naturalne⁵⁵.

Konieczne jest wskazanie strategii i polityki zarządzania ryzykiem (w tym osób za nie odpowiedzialnych). Dla pełnej informacji odbiorca raportu powinien wiedzieć, jak spółka identyfikuje i mierzy poszczególne rodzaje ryzyka oraz jakie metody stosuje w celu jego mitygacji. Następnie należy także przedstawić, w jaki sposób systemy zarządzania ryzykiem poddawane są ocenie i jaka jest ich skuteczność⁵⁶. W raporcie powinna znaleźć się także informacja na temat systemów kontroli wewnętrznej,

52 ICAEW, *Reporting business risks: meeting expectations*, 2011, <http://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/financial%20reporting/information%20for%20better%20markets/ifbm/rbr%20final.ashx> [dostęp 25.01.2015].

53 Uchwała Nr 6/2014 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 15 kwietnia 2014 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Standardu Rachunkowości Nr 9 „Sprawozdanie z działalności”.

54 IFAC, *IFAC Sustainability Framework 2.0...*

55 GRI, *G4 Sustainability Reporting Guidelines*, 2013.

56 PricewaterhouseCoopers, *A snapshot of FTSE 350 reporting*, 2009, <http://pwc.blogs.com/files/a-snapshot-of-ftse-350-reporting.pdf> [dostęp 27.01.2015].

jakie stosuje spółka⁵⁷, w tym jak wygląda proces zapewnienia prawidłowego sporządzania sprawozdania finansowego.

Ważne, aby w raporcie nie publikować informacji na temat wszelkich możliwych rodzajów ryzyka, które mogą dotyczyć działalności spółki, a tylko tych, które są istotne⁵⁸ oraz o których informacje będą wiarygodne i zrozumiałe. Alternatywnie, przy ujawnianiu obszernych wykazów ryzyk należy wskazać te najważniejsze. Wskazane jest również, by nadawać poszczególnym ryzykom priorytety⁵⁹.

Ujawnienia na temat ryzyka mają być pomocne odbiorcom raportu w ich własnych oszacowaniach ryzyka przy podejmowaniu decyzji. W tym kontekście przydatne mogą okazać się następujące informacje⁶⁰:

- stopień pokrycia ryzyka przez umowy ubezpieczenia,
- trendy w rozmiarach poszczególnych rodzajów ryzyka,
- trendy w poziomie akceptacji, chęci przejmowania ryzyka przez podmiot (czy skłonność do ryzyka rośnie czy maleje). Wskaźnikiem może być tutaj przykładowo używana wewnętrznie stopa dyskontowa,
- kluczowe wskaźniki ryzyka (*key risk indicators* – KRI⁶¹) – przede wszystkim stosowane przez zarząd do zarządzania ryzykiem, ale ujęte mniej szczegółowo mogą być ujawniane w raporcie.

Raportowanie na temat ryzyka samo w sobie generuje ryzyko. Dlatego należy zapewnić, by nie stanowiło ono zagrożenia dla pozycji konkurencyjnej spółki⁶². Jednocześnie nie należy unikać prezentowania informacji, które mogłyby być postrzegane przez odbiorcę raportu jako niekorzystne dla przedsiębiorstwa⁶³. Nadrzędną zasadą powinno być rzetelne informowanie o potencjalnych zagrożeniach oraz propozycjach radzenia sobie z nimi⁶⁴.

57 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim.

58 PricewaterhouseCoopers, *11 Reporting Tips*, 2011, https://www.pwc.se/sv_SE/se/bolagsstyrning/assets/11-reporting-tips.pdf [dostęp 27.01.2015].

59 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 159.

60 ICAEW, *Reporting business risks: meeting expectations...*

61 M. S. Beasley, C. B. Branson, B. V. Hancock, *Developing Key Risk Indicators to Strengthen Enterprise Risk Management*, COSO, 2010, http://www.coso.org/documents/COSOKRIPaperFull-FINALforWebPostingDec110_000.pdf [dostęp 25.01.2015].

62 ICAEW, *Reporting business risks: meeting expectations...*

63 FASB, *Improving Business Reporting ...*

64 *Ibidem*, s. 161.

3.4.6. Wyniki spółki

Informacje na temat wyników spółki (finansowych i niefinansowych) pozwalają odbiorcy raportu uzyskać pogląd, jak spółka, uwzględniając swoje otoczenie stwarzające określone możliwości (szanse) i ryzyka (zagrożenia), zarządzała wytworzonymi relacjami i posiadanymi zasobami (materialnymi i niematerialnymi) w celu kreowania wartości. Dają one odpowiedź na pytanie, jak zarząd spółki rozumie rynek, na którym działa, jak realizuje strategię oraz na ile efektywnie wykorzystuje zasoby i relacje tworzące wartość⁶⁵.

W centrum ujawnień na temat wyników pozostają wszelkie miary finansowe. Podkreśla się jednak, że należy prezentować także wyniki operacyjne (niefinansowe) oraz pozwalające ocenić podejście spółki do odpowiedzialności wobec społeczeństwa i środowiska naturalnego czy etycznego prowadzenia działalności⁶⁶. Włączanie do raportu szerszego zestawu wyników to efekt przedstawianej w poprzednich rozdziałach koncepcji tworzenia wartości dla interesariuszy (a nie tylko dla akcjonariuszy)⁶⁷.

Finansowe i niefinansowe mierniki wyników czy efektywności (*performance measures, performance indicators*) powinny odzwierciedlać kluczowe dla sukcesu przedsiębiorstwa czynniki (*critical success factors*). Powinny to być zatem takie miary, które zarząd wykorzystuje wewnętrznie do zarządzania spółką⁶⁸. Należy także opisać, dlaczego wybrane mierniki uznano za istotne dla spółki. Najczęściej miary te wynikać będą ze specyfiki sektora, w jakim spółka działa. Z całego katalogu możliwych do prezentacji wyników i wskaźników z obszaru ekonomicznego, społecznego i środowiskowego należy wyraźnie wskazać kluczowe wskaźniki efektywności (KPI). Powinny być one jednoznacznie powiązane z celami strategicznymi podmiotu, modelem biznesowym i ryzykami. Pozwala to na ocenę działań zarządu nakierowanych na realizację wcześniej ustalonych celów.

Wielkości kluczowych wskaźników efektywności należałoby uzupełnić analizą dynamiki, a także umożliwić odbiorcy porównanie wyników

65 PricewaterhouseCoopers, *Corporate reporting framework...*

66 ICAEW, *The 21st Century Annual Report*, 1998, <http://www.icaew.com/index.cfm/route/121279> [dostęp 25.01.2015].

67 M. Goyder, *Sooner, sharper, simpler: A lean vision of an inclusive annual report*, Centre for Tomorrow's Company, London 1998, tomorrowcompany.com/sooner-sharper-simpler [dostęp 25.01.2015].

68 IASB, *IFRS Practice Statement, Management Commentary: A framework for presentation*, December 2010, <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/IFRS-Practice-Statement/Documents/Management-commentarypracticestatement8December.pdf> [dostęp 10.01.2015].

historycznych z prognozowanymi. W szczególności należy podać przyczyny zmian wskaźników oraz podjąć próbę podziału źródeł zmian na czynniki kontrolowane i niekontrolowane przez podmiot⁶⁹.

3.4.6.1. Wyniki ekonomiczne

Aby ułatwić odbiorcy raportu ocenę sytuacji finansowej i wyników spółki, należy przedstawić komentarz zarządu na temat podstawowych wielkości wykazanych w sprawozdaniu finansowym. Będzie ona miała szczególne znaczenie dla tych interesariuszy, których wiedza w tym zakresie jest mniejsza. Przydatność tych informacji wynika z faktu prezentacji analizy z perspektywy osób zarządzających spółką⁷⁰.

Pozycje sprawozdania finansowego pozwalają na kalkulację szeregu wskaźników. Ważne, by wraz z ich ujawnianiem zarząd przedstawił dokładny sposób ich kalkulacji. Wskaźniki te mogą dotyczyć zadłużenia, rentowności, obrotowości, płynności oraz wartości akcji. Przykładowo spółka może podać wartości zysku na akcję (EPS) oraz jego zmiany w przeszłości zestawione z ceną akcji, co pozwala na ocenę wrażliwości (odporności) EPS na zmianę kursu akcji.

Niezwykłe istotne jest przedstawienie omawianych wyników i wskaźników w ujęciu wielowymiarowym, co oznacza porównywanie ich z wartościami dla sektora (na przykład przeciętnymi), konkurentów oraz porównywanie w czasie⁷¹. Ponadto istotne jest omówienie wyników w porównaniu z planami i prognozami z lat ubiegłych. Dla pełniejszego obrazu zmian sytuacji spółki można również przedstawiać dane śródroczne (wynik finansowy, przychody, koszty, bilans), tak by odbiorca raportu mógł ocenić, jak zmieniały się wyniki w ciągu roku. Należy również pamiętać o uczciwej prezentacji sytuacji spółki i nieprzedstawianiu tylko pozytywnych wartości czy tendencji.

Wskazane jest omówienie zdarzeń, które miały wpływ na zmianę wyniku finansowego. Należy wskazać główne czynniki, które decydowały o wielkości przychodu ze sprzedaży. Wśród nich można wymienić: zmiany ceny, wolumenu, kursu walutowego, inflację. Podobnie należy przeanalizować pozycje kosztów. Dla lepszego zrozumienia zmian można

69 M. Bray, *New directions in business. Performance reporting, communications and assurance*, The Institute of Chartered Accountants in Australia, 2002, https://www.charteredaccountants.com.au/~/_media/Files/Industry%20topics/Reporting/Resources%20and%20toolkits/Reports/New_Directions_In_Business.aspx [dostęp 25.01.2015].

70 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 125.

71 M. Bray, *New directions in business...*

posłużyć się formą graficzną (schematy, wykresy). Ważnymi informacjami są też te dotyczące przepływów pieniężnych oraz porównanie wyniku księgowego z przepływami pieniężnymi netto. Warto również wskazać wartość wolnych przepływów pieniężnych (*free cash flow*). Ponadto przydatnymi informacjami mogą być poziomy kapitału pracującego czy wartość szacowanego kosztu kapitału spółki (WACC). Powinno się również wskazać, jaka była rentowność przeprowadzonych przez spółkę inwestycji. Z uwagi na fakt, iż raport dotyczy okresu jednego roku, a inwestycje mogą być realizowane przez wiele lat, należy wskazać, jakie były założenia inwestycji (koszty, przychody, przepływy) w poszczególnych okresach jej realizacji oraz przedstawić zwrot na zainwestowanym kapitale (na przykład poprzez ROIC)⁷².

Omówienie wyników ekonomicznych spółki można uzupełnić o analizę wrażliwości najważniejszych pozycji sprawozdania (przychody ze sprzedaży, przepływy pieniężne, wynik finansowy) w reakcji na zmianę warunków rynkowych (zmiana ceny, zmiana popytu, zmiana stóp procentowych).

Oprócz wyników typowo związanych ze sprawozdaniem finansowym wskazana jest także prezentacja wyników dotyczących działalności operacyjnej. Wśród nich można wymienić między innymi⁷³:

- wzrost sprzedaży w podziale na produkty, regiony,
- informacje na temat wprowadzania nowych produktów oraz ich udziału w ogólnej sprzedaży, informacje na temat projektowanych produktów,
- porównanie marż z marżami konkurentów,
- stopień redukcji kosztów,
- wzrost wydatków na badania i rozwój,
- dane na temat wzrostu udziału w rynku na głównych rynkach i w rejonach geograficznych,
- informacje o zespołach sprzedażowych i marketingowych – liczbie pracowników, ich kwalifikacjach i efektywności,
- wydatki na reklamę i promocję w stosunku do przychodów ze sprzedaży spółki i jej konkurentów,
- wolumen sprzedaży produktów w segmentach branżowych i rejonach geograficznych,
- wykorzystanie mocy produkcyjnych, planowane ich zwiększenie,
- efektywności w postaci wielkości sprzedaży na pracownika, zysku operacyjnego na pracownika (wraz z ukazaniem historycznych wartości),

72 AICPA, *EBRC Framework Version 2.1...*

73 FASB, *Improving Business Reporting...*

- informacje o liczbie pracowników pełnoetatowych, niepełnoetatowych (w przeliczeniu na pełne etaty),
- wynagrodzenia w grupach zawodowych, rejonach geograficznych,
- średni wiek aktywów trwałych (budynków, maszyn, wyposażenia),
- występowanie strajków.

Jak przedstawiono powyżej, wyniki operacyjne to przede wszystkim takie miary i wskaźniki, którymi zarząd posługuje się w zarządzaniu spółką i które definiowane są na wewnętrzne potrzeby podmiotu. Postulat ich raportowania jest zgodny z promowanym szeroko podejściem, by czytający raport mógł ocenić działania podmiotu z punktu widzenia zarządzających.

3.4.6.2. Wyniki segmentów operacyjnych

Dla odbiorcy raportu, który analizuje działalność spółki zaangażowanej w różne rodzaje działalności, informacje na temat segmentów operacyjnych spółki są tak samo ważne jak informacje na temat organizacji jako całości⁷⁴. Zarówno amerykańskie standardy GAAP, jak i MSR/MSSF określają wymogi w zakresie prezentacji informacji na temat segmentów operacyjnych⁷⁵. Według MSSF 8 segmentem operacyjnym jest komponent podmiotu gospodarczego, który prowadzi działalność gospodarczą związaną z uzyskiwaniem przychodów i ponoszeniem kosztów, a wyniki jego działalności są regularnie weryfikowane oraz o którym można uzyskać odrębne informacje finansowe, służące głównym organom odpowiedzialnym do podejmowania decyzji biznesowych. Podstawową zasadą standardu jest, by segmenty operacyjne były identyfikowane zgodnie z regułami wewnętrznego raportowania sporządzanego w celu oceny działalności segmentów. Ma to zapewnić, że odbiorca raportu będzie mógł analizować działalność spółki z perspektywy osób zarządzających. Ponadto powinno to również wpłynąć na zmniejszenie kosztu przygotowania informacji. Oddziaływać to może jednak negatywnie na porównywalność raportów⁷⁶. Zgodnie z tą zasadą, spółka może prezentować działalność w segmentach wyodrębnionych ze względu na:

- podobne cechy gospodarcze (długoterminowe średnie marże brutto, wzrost sprzedaży, przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,

74 AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus...*

75 MSSF 8 Segmenty operacyjne, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L304/10 2007; FASB, *SFAS 131 Disclosures about Segments of an Enterprise and Related Information*, June 1997.

76 Deloitte, *MSSF 8 Segmenty Operacyjne Przewodnik po standardzie*, 2009, <http://www.iasplus.com/en/binary/dttpubs/0906ifrs8polish.pdf> [dostęp 25.01.2015].

zwrot z aktywów, zysk operacyjny EBITDA, wskaźnik rotacji zapasów, narażenie na ryzyko finansowe, operacyjne),

- rodzaj produktów i usług,
- rodzaj procesów produkcyjnych,
- rodzaj klientów,
- sposoby dystrybucji (sprzedaż detaliczna, hurtowa, wysyłkowa, sklep internetowy),
- środowisko regulacyjne (na przykład obszar bankowości, ubezpieczeń, użyteczności publicznej).

Z uwagi na wskazaną wyżej swobodę w identyfikacji segmentów może to być także podział (łatwiejszy do przeprowadzenia) według jednostek organizacyjnych przedsiębiorstwa (jednostek grupy kapitałowej). Standard wymaga jednak, by niezależnie od informacji na temat segmentów operacyjnych przedstawić także dane na temat przychodów oraz niektórych aktywów w podziale na rejony geograficzne.

Kryterium pozwalającym wyodrębnić segmenty jest próg wynoszący 10% ogółu przychodów, zysku lub aktywów. Jeżeli próg nie zostanie spełniony, jednostka może przedstawić informacje na temat takiego segmentu, jeśli uzna to za istotne dla odbiorcy raportu. Sprawozdawczością segmentów operacyjnych powinno być pokryte 75% przychodów zewnętrznych podmiotu. Standard nie wymaga, by informacje finansowe na temat segmentów były zgodne z zasadami rachunkowości (nie definiuje się przychodów, kosztów, wyniku, aktywów czy zobowiązań segmentu). W konsekwencji jednostki posiadają samodzielność w określeniu sposobu, w jaki zaprezentują wyniki i zasoby segmentu. Dla każdego segmentu należy przedstawić⁷⁷:

- zyski/straty, a także ich składowe, w tym między innymi: przychody od zewnętrznych klientów, przychody od innych segmentów operacyjnych, przychody i koszty z tytułu odsetek, amortyzację, inne istotne niepieniężne pozycje,
- aktywa segmentu,
- zobowiązania – tylko jeśli są regularnie raportowane wewnętrznie do głównego organu decyzyjnego (na przykład zarządu).

W związku z dowolnością prezentacji powyższych pozycji (sposób wyceny, pomiaru), należy zamieścić także uzgodnienie ich wartości z wartościami prezentowanymi w sprawozdaniu finansowym.

Oprócz powyższych informacji dotyczących segmentów, spółka może rozszerzyć zakres publikowanych informacji. Jak wskazują badania, jest to jeden z obszarów, w którym odbiorcy raportu oczekują większej ilości

⁷⁷ *Ibidem*.

informacji⁷⁸. W szczególności mogłyby to być informacje na temat kapitału pracującego, nakładów na badania i rozwój, szczegółów pozycji bilansowych i rachunku zysków i strat. Wskazana jest również konsekwencja w podziale na segmenty operacyjne z okresu na okres.

3.4.6.3. Wyniki społeczne i środowiskowe

Coraz więcej uwagi poświęca się podkreślaniu wpływu działalności przedsiębiorstwa na społeczeństwo czy środowisko naturalne, o czym świadczy ogromna liczba inicjatyw promujących idee społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju, o których wspomniano w poprzednim rozdziale. Obserwuje się rosnącą liczbę podmiotów, które w swoich raportach zamieszczają informacje na ten temat⁷⁹, nawet jeśli zarząd nie widzi bezpośredniego przełożenia tego działania na wyniki ekonomiczne⁸⁰. Wskazane jest, by spółka oprócz wyników ekonomicznych, którymi będą zainteresowani głównie właściciele spółki, przedstawiała także wyniki w pozostałych obszarach działalności. Informacje te skierowane będą także do pozostałych interesariuszy.

OCzekuje się, by ujawnienia pozafinansowe z obszaru społecznego i środowiskowego nie były traktowane jako dodatkowe i prezentowane w izolacji od pozostałych obszarów działania podmiotu. Postuluje się, żeby integrować politykę społecznej odpowiedzialności czy zrównoważonego rozwoju ze strategią spółki. Powinno to znaleźć swoje odzwierciedlenie w raporcie rocznym. Należy dążyć do ukazania wzajemnych relacji pomiędzy oddziaływaniem na społeczeństwo, środowisko naturalne a zdolnością organizacji do realizacji strategii i tworzenia wartości w okresie krótkim i długim⁸¹. W szczególności wyniki pozafinansowe mogą być włączone do zestawu kluczowych wskaźników efektywności. Ponadto należy pamiętać, iż wyniki mogą mieć charakter zarówno ilościowy, jak i jakościowy.

78 European Financial Reporting Advisory Group, *Elements of the framework debate, the needs of users of financial information. A user survey*, 2009, <http://www.efrag.org/files/News%20related%20documents/PAAinE%20Paper%20-%20The%20Needs%20of%20Users%20of%20Financial%20Information%20-%20May%202009.pdf> [dostęp 27.01.2015].

79 KPMG, *International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2011*, 2011, <https://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/corporate-responsibility2011.pdf> [dostęp 27.01.2015].

80 Economist Intelligence Unit, *Managing for sustainability*, 2010, http://graphics.eiu.com/upload/eb/EneI_Managing_for_sustainability_WEB.pdf [dostęp 2.12.2014].

81 IIRC, *The <IR> International Framework...*

W celu raportowania omawianych kwestii przydatne jest określenie miar, wskaźników działań, tak by możliwa była ocena poziomu i zmian osiąganych wyników. Można zaprezentować szereg parametrów pozwalających monitorować wpływ na środowisko i społeczność. Wskaźniki środowiskowe mogą dotyczyć takich kwestii, jak⁸²:

- wykorzystanie surowców/materiałów według wag/objętości, procent wykorzystanych materiałów pochodzących z recyklingu,
- zużycie energii, ilość oszczędzonej energii dzięki modernizacjom/remontom,
- inicjatywy związane z dostarczeniem oszczędnych (energetycznie) produktów i usług,
- pobór wody, źródła wody zubożone przez nadmierny jej pobór, procent, objętość wody podlegającej recyklingowi i ponownemu wykorzystaniu,
- lokalizacja i powierzchnia gruntów (posiadanych, zarządzanych przez spółkę) zlokalizowanych w obszarach chronionych lub obszarach o dużej wartości pod względem bioróżnorodności, opis istotnego wpływu działalności, produktów i usług na bioróżnorodność,
- emisja gazów cieplarnianych według wagi, substancji zubożających warstwę ozonową, innych związków, inicjatywy podjęte w celu redukcji emisji i ich efekty,
- objętość ścieków, waga odpadów,
- znaczenie działania spółki dla bioróżnorodności akwenów wodnych,
- inicjatywy zmniejszające wpływ produktów i usług na środowisko,
- procent odzyskanych materiałów ze sprzedanych produktów i ich opakowań,
- wysokość kar za nieprzestrzeganie regulacji dotyczących ochrony środowiska,
- wpływ na środowisko wywierany przez transport wykorzystywany przez spółkę,
- wydatki i inwestycje na ochronę środowiska.

Wskaźniki społeczne mogą dotyczyć takich kwestii, jak⁸³:

- zatrudnienie – łączna liczba pracowników według typu zatrudnienia, rodzaju umowy o pracę i regionu, liczba odejść oraz wskaźnik fluktuacji pracowników, według grup wiekowych, płci i regionu,

82 GRI, *Wytyczne do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju*, 2006, <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRI-G3-Polish-Reporting-Guidelines.pdf> [dostęp 27.01.2015]; GRI, *Sustainability Reporting Guidelines*, 2011, <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/G3.1-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf> [dostęp 27.01.2015].

83 *Ibidem*.

świadczenia dodatkowe zapewniane pracownikom pełnoetatowym, niedostępne dla pracowników czasowych,

- odsetek zatrudnionych objętych umowami zbiorowymi, wyprzedzenie, z jakim informuje się o istotnych zmianach operacyjnych,
- bezpieczeństwo i higiena pracy – odsetek pracowników reprezentowanych w formalnych komisjach do spraw bezpieczeństwa i higieny pracy, które doradzają i monitorują ich funkcjonowanie; wskaźnik urazów, chorób zawodowych, nieobecności w pracy, liczba wypadków śmiertelnych związanych z pracą,
- edukacja, szkolenia, doradztwo, programy prewencyjne oraz programy kontroli ryzyka, które zapewniają pomoc w przypadku poważnych chorób pracownikom, ich rodzinom lub członkom społeczności lokalnej,
- liczba godzin szkoleniowych w roku przypadających na pracownika według struktury zatrudnienia,
- programy rozwoju umiejętności menedżerskich i kształcenia ustawicznego, które wspierają ciągłość zatrudnienia pracowników oraz ułatwiają proces przejścia na emeryturę,
- odsetek pracowników podlegających ocenom jakości pracy,
- skład ciał nadzorczych, kadry pracowniczej w podziale na kategorie według płci, wieku, przynależności do mniejszości oraz innych wskaźników różnorodności,
- stosunek wynagrodzenia mężczyzn i kobiet,
- respektowanie praw człowieka – liczba umów z klauzulami dotyczącymi praw człowieka, procent dostawców, podwykonawców zweryfikowanych pod kątem przestrzegania praw człowieka, liczba godzin szkoleń na temat przestrzegania praw człowieka,
- liczba przypadków dyskryminacji,
- działania mogące tworzyć zagrożenie dla swobody zrzeszania się, niosące ryzyko wykorzystywania pracy dzieci, pracy przymusowej,
- programy w zakresie zarządzania wpływem wywieranym na społeczność lokalną,
- liczba jednostek biznesowych poddana analizie pod kątem korupcji, podjęte działania, liczba pracowników przeszkolonych z procedur antykorupcyjnych,
- polityka dotycząca udziału w życiu politycznym, lobbingu; darowiźny na rzecz partii politycznych,
- liczba podjętych wobec spółki działań związanych z naruszaniem zasad wolnej konkurencji, praktyk monopolistycznych,
- wysokość kar za nieprzestrzeganie regulacji z tytułu niezgodności z prawem i regulacjami dotyczącymi dostawy i użytkowania produktów i usług,

- odpowiedzialność za produkty – ocena wpływu produktów i usług na zdrowie i bezpieczeństwo klienta,
- liczba przypadków niezgodności z regulacjami i dobrowolnymi kodeksami w zakresie wpływu produktów i usług na zdrowie i bezpieczeństwo klienta, oznakowania produktów i usług, standardów i dobrowolnych kodeksów dotyczących reklamy, promocji i sponsoringu,
- wyniki badań pomiaru satysfakcji klienta,
- programy dotyczące przestrzegania prawa, standardów i dobrowolnych kodeksów dotyczących reklamy, promocji i sponsoringu.

Zarówno w obszarze środowiskowym, jak i społecznym należy poza wskaźnikami opisać także główne sukcesy i niepowodzenia, szanse i ryzyka, podobnie jak ma to miejsce przy wynikach ekonomicznych. Z uwagi na wspomniane wcześniej wzajemne relacje z interesariuszami oraz wywierany przez podmiot wpływ na otoczenie, wyniki społeczne i środowiskowe powinny podlegać monitorowaniu i analizie w sposób zbliżony do analizy wyników ekonomicznych.

3.4.7. Tworzenie wartości

W celu oceny potencjału spółki do jej przetrwania i rozwoju konieczne jest określenie sposobu, w jakim jest generowana wartość. Na podstawie tych informacji odbiorca raportu będzie chciał oszacować, jak wartość spółki będzie się zmieniała w przyszłości. Będzie również szukał odpowiedzi na pytanie, jak trwały jest proces generowania wartości (w jakim stopniu możliwy jest do utrzymania w okresach przyszłych)⁸⁴. Z uwagi na niedostateczną prezentację źródeł wartości w sprawozdaniu finansowym konieczne jest jego uzupełnienie o dane na temat tych zasobów, które nie podlegają definicji aktywów.

Spółka powinna ujawnić istotne czynniki związane z generowaniem wartości lub przyjęte systemy zarządzania wartością⁸⁵. Odbiorca powinien znaleźć w raporcie odpowiedź na pytanie, które z czynników tworzenia wartości zarząd uważa za najistotniejsze. Wśród czynników tworzących wartość mogą się znaleźć zarówno czynniki finansowe, jak i niefinansowe. Należy wskazać kluczowe zasoby (materialne i niematerialne), a także relacje i procesy tworzące wartość przedsiębiorstwa⁸⁶. Postuluje się,

84 CFA, *Comprehensive business reporting model...*

85 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 105; B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006.

86 PricewaterhouseCoopers, *A snapshot of FTSE 350 reporting...*

by rozszerzać ujawnianie o te czynniki, które umożliwiają wzrost wartości w okresie długim⁸⁷. Istotną rolę mogą tu odegrać ujawnienia na temat kapitału intelektualnego.

Z punktu widzenia odbiorcy raportu ważne będzie objaśnienie modelu biznesowego spółki⁸⁸. Ponadto wskazane jest zwrócenie uwagi na otoczenie podmiotu i interesariuszy. Dzięki zachodzącym między nimi a organizacją relacjom możliwe bowiem jest jej funkcjonowanie⁸⁹.

Wśród źródeł wartości przedsiębiorstwa można wymienić⁹⁰:

- zarządzanie kosztami, efektywność operacyjną,
- badania i rozwój – nakłady, liczba projektów badawczych, liczba projektowanych produktów,
- innowacje, posiadane patenty, know-how,
- pozycję rynkową, udział w rynku, wzrost sprzedaży, marketing,
- marki, produkty,
- wizerunek, reputację, prestiż, wiarygodność, zaufanie,
- zasoby ludzkie – kwalifikacje pracowników, szkolenia, motywacyjne systemy wynagrodzeń,
- zarządzanie relacjami z klientami, satysfakcję, rotację klientów,
- zarządzanie relacjami z dostawcami,
- zarządzanie jakością,
- alianse strategiczne,
- systemy zarządzania przedsiębiorstwem.

Powyższa lista nie jest zamknięta. W dobie narastającej konkurencji każdy podmiot budując swoją przewagę konkurencyjną, może generować wartość także dzięki innym czynnikom⁹¹. Ważne jednak, aby w raporcie spółki znalazło się wyraźne wskazanie, co jest źródłem wartości przedsiębiorstwa i jak przebiega proces jej generowania. W szczególności należałoby ukazać relacje między czynnikami niefinansowymi (przykładowo związanymi z klientami czy innowacjami) a finansowymi miarami wartości⁹². Jednocześnie zarząd powinien przedstawić, jak wymienione źródła wartości są powiązane z przyjętą przez spółkę

87 AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus...*

88 IIRC, *The <IR> International Framework...*

89 R. G. Eccles, M. P. Krzuss, *One report*, John Wiley & Sons 2010, s. 149.

90 W. Walczak, *Znaczenie niematerialnych zasobów w procesach budowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa*, "E-mentor" 2010, No. 4(36), <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/36/id/775> [dostęp 25.01.2015]; FASB, *Improving Business Reporting...*

91 FASB, *Improving business reporting...*

92 R. G. Eccles, R. H. Herz, E. M. Keegan, D. M. H. Phillips, *The ValueReporting Revolution...*, s. 212.

strategią i służą jej realizacji⁹³. Podobnie należy ujawniać, w jaki sposób tworzenie wartości jest powiązane z omawianymi wyżej miernikami wyników, a także z ryzykiem⁹⁴. W celu monitorowania wartości, w raporcie powinny być wyraźnie wskazane wspomniane wcześniej kluczowe wskaźniki efektywności powiązane z konkretnymi czynnikami wartościotwórczymi⁹⁵.

3.4.8. Informacje prospektywne

W kontekście raportowania informacje prospektywne oznaczają przewidywania lub informacje je ułatwiające. Czytając i analizując informacje zawarte w raporcie, jego odbiorca będzie podejmował decyzje próbując oszacować, jak spółka będzie funkcjonowała w przyszłości. Wskazane jest zatem, by zarząd przedstawił istotne dla przyszłego rozwoju spółki plany i prognozy. Powinien wskazać wszelkie szanse oraz zagrożenia mogące wystąpić w przyszłości (wynikające z analizy otoczenia), które mogą wpływać na realizację celów w okresie krótkim i długim⁹⁶. Informacje prospektywne organizacji mogą dotyczyć trzech aspektów, są to⁹⁷:

- czynniki makroekonomiczne (krajowe, globalne),
- trendy sektorowe, rynkowe,
- czynniki mikroekonomiczne (np. zmiany zachowania klientów).

Podawanie informacji o zamierzeniach zarządu jest w naturalny sposób związane z dużą niepewnością co do ich wartości⁹⁸. Nie oczekuje się tym samym od tego rodzaju informacji pełnej sprawdzalności⁹⁹. Zarząd może mieć wątpliwości, czy powinien podawać informacje mniej wiarygodne i obciążone większym błędem. Trudno bowiem przewidzieć reakcję otoczenia spółki, gdy osiągnięcie prognozowanych wyników nie powiedzie się (zagrożenie pozwami sądowymi). Prognozy czy plany sporządzone przez zarząd mogą być również oceniane jako zbyt optymistyczne i subiektywne. Nawet w przypadku nieosiągnięcia zamierzeń przez zarząd informacje prospektywne pozwalają uzyskać pogląd na kierunek rozwoju organizacji. Ponadto przygotowanie planów i prognoz może być

93 PricewaterhouseCoopers, *Corporate reporting framework...*

94 PricewaterhouseCoopers, *Corporate Reporting: The Competitive Landscape...*

95 AICPA, *EBRC Framework Version 2.1...*

96 IIRC, *The <IR> International Framework...*

97 K. Gazdar, *Reporting Nonfinancials...*, Chapter 4.

98 M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań...*, s. 138.

99 PricewaterhouseCoopers, *Guide to forward-looking information*, 2007, <http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporate-reporting/assets/pdfs/uk-fl-info-guide.pdf> [dostęp 25.01.2015].

elementem dyscyplinującym zarząd, który musi analizować różne scenariusze przyszłej sytuacji spółki.

Jednym z narzędzi nakreślenia przyszłej sytuacji spółki może być analiza wrażliwości i scenariuszowa. Warianty przyszłej sytuacji podmiotu można przykładowo różnicować w zależności od¹⁰⁰:

- nieoczekiwanych zmian w otoczeniu organizacji,
- konsekwencji niekontrolowanego ryzyka,
- potencjalnej nieskuteczności w zarządzaniu wynikami lub ryzykiem,
- wadliwego zdefiniowania kluczowych wskaźników,
- przekroczenia planowanych wyników.

W celu zwiększenia użyteczności informacji prospektywnych należy podać wszelkie założenia, parametry wejściowe i modele stosowane przy prognozowaniu. Czytający raport powinien być poinformowany o poziomie niepewności prognozy. Przykładowo, zamiast podawania wartości punktowych można prezentować przedziały wartości (lub odchylenie standardowe). W zależności od poziomu niepewności zdecyduje on ostatecznie, czy wykorzysta przedstawione dane przy podejmowaniu decyzji. Odbiorcy raportu samodzielnie próbują przewidywać przyszłą sytuację podmiotu i mogą sporządzać prognozy. Warto zatem przedstawić wszelkie informacje, które pozwolą im zrekonstruować prognozy ukazane w raporcie, a jednocześnie ocenić podejście stosowane przez zarząd.

Wśród prognozowanych wartości mogą się znaleźć następujące informacje¹⁰¹:

- poziom lub tempo zmian wyników finansowych (operacyjnych, brutto), przychodów ze sprzedaży (w tym prognozowane ceny sprzedaży), kosztów, przepływów pieniężnych,
- wskaźniki finansowe (ROE, ROS, EPS itp.),
- koszt kapitału,
- prognoza makroekonomicznych czynników wpływających na funkcjonowanie przedsiębiorstwa,
- prognoza sprzedaży produktów w podziale na asortyment, rejony geograficzne,
- planowana ekspansja na nowe rynki, wprowadzanie nowych marek,
- prognoza udziału w rynku,
- prognozy demograficzne (dotyczące czynników wpływających na funkcjonowanie spółki),

¹⁰⁰ M. Bray, *New directions in business...*

¹⁰¹ PricewaterhouseCoopers, *Guide to forward-looking information...*; FASB, *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures...*

- trendy w zachowaniach klientów,
- planowane wprowadzanie nowych produktów,
- wchodzenie na nowe rynki,
- wygasające patenty,
- rozwój technologii.

Warto zauważyć, że powyższa lista zawiera zarówno miary finansowe, jak i niefinansowe. Ponadto niektóre informacje (np. zmiany w zachowaniach klientów) nie dają się kwantyfikować i wymagają opisu słownego. Jednakże nawet ujawnienia ilościowe dotyczące przyszłości (np. wielkości finansowych) powinny zostać opatrzone odpowiednim wyjaśnieniem stanowiącym kontekst prezentowanej prognozy czy planu¹⁰².

Niezwykle istotnym elementem, podkreślającym poważne i uczciwe podejście zarządu do publikowanych informacji prospektywnych, powinno być podawanie porównania poprzednich prognoz i planów z wartościami rzeczywistymi. Jednocześnie należy opisać, co mogło wpłynąć na występujące odchylenia. Informacje te pozwolą odbiorcy raportu ocenić jakość prezentowanych prognoz i lepiej określić poziom niepewności z nimi związany. Ważne, aby odbiorcy raportu właściwie rozumieli naturę informacji prospektywnych i nie traktowali ich tak samo jak danych historycznych. Z drugiej strony, sporządzający raport musi zadbać, by informacje te były prezentowane w sposób wyważony, czyli nie wprowadzały w błąd i nie tworzyły fałszywych przekonań¹⁰³. Należy je sporządzać z neutralnym nastawieniem (ani zbyt optymistycznym, ani pesymistycznym). Informacje na temat przyszłości powinny być odniesione do strategii spółki, tak by odbiorca mógł łatwiej ocenić, czy została ona odpowiednio dobrana celem realizacji planów¹⁰⁴.

3.4.9. Informacje na temat relacji z interesariuszami

Spółka powinna pokazać, iż jej jedynym celem nie jest tylko i wyłącznie generowanie wartości dla akcjonariuszy, ale że zarząd ma świadomość wzajemnych relacji spółki z otoczeniem. Tym samym zarząd

102 ICAEW, *Inside out: Reporting on shareholder value*, 1999, <http://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/research%20and%20academics/publications%20and%20projects/financial%20reporting%20publications/inside%20out%20reporting%20on%20shareholder%20value.ashx> [dostęp 25.01.2015].

103 M. Marcinkowska, *Roczny raport...*, s. 148.

104 PricewaterhouseCoopers, *Guide to forward-looking information...*

spółki nie odpowiada tylko przed właścicielami przedsiębiorstwa za działalność spółki, ale również przed pozostałymi podmiotami, na których sytuację działalność spółki wpływa. Spółka jest zobowiązana zaprezentować sposób, w jaki „przyczynia się (dziś lub w przyszłości) do polepszenia lub pogorszenia warunków, procesów i trendów ekonomicznych, społecznych i środowiskowych na szczeblu lokalnym, regionalnym i globalnym”¹⁰⁵. Ponadto powinna wskazać, jak zamierza kształtować omawiane oddziaływania (rozszerzać pozytywne lub redukować negatywne)¹⁰⁶.

Przed wszystkim zarząd spółki powinien zdefiniować, jakie podmioty uważa za interesariuszy spółki. Mogą to być zarówno interesariusze wewnętrzni (pracownicy, związki zawodowe), jak i zewnętrzni (dostawcy, klienci, społeczność lokalna, organizacje ekologiczne). Następnie należy wyjaśnić, jak zarząd reagował na zgłaszane przez nich uzasadnione oczekiwania¹⁰⁷. Warto przedstawić, w jaki sposób oczekiwania te zostały ustalone – czy była to decyzja zarządu czy też informacje na ten temat zebrano od przedstawicieli interesariuszy. Proces angażowania interesariuszy może być niezwykle pomocny przy kształtowaniu procesu raportowania, ponieważ dowodzi poczucia odpowiedzialności wobec szerszego kręgu interesariuszy, wzmacnia wiarygodność raportu, a także szerzej – reputację i zaufanie do spółki¹⁰⁸. Selekcji zagadnień ujawnianych w tej części raportu należy dokonać kierując się kryterium istotności. Powinny być to zatem informacje dotyczące istotnego oddziaływania społecznego lub wpływu na środowisko oraz takie, od których mogą zależeć decyzje interesariuszy¹⁰⁹.

Ważne, aby spółka wyjaśniła, jak traktuje kwestie społecznej odpowiedzialności czy zrównoważonego rozwoju. Należy wskazać, czy wdrożona została w spółce formalna polityka i strategia w tym zakresie, jakie są strategiczne priorytety w okresie krótkim i średnim. Warto również wskazać, kto jest odpowiedzialny za ich realizację i monitorowanie. Następnie należy zaprezentować, jak spółka wywiera wpływ na sytuację interesariuszy oraz jakie wiążą się z tym ryzyka i szanse. Pożądaną sytuacją jest powiązanie działań spółki w obszarze społecznym i środowiskowym ze strategią spółki. Należy wtedy wskazać, w jaki sposób ponoszenie

105 GRI, *Wytyczne do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju...*

106 United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, *Corporate Governance in the Wake of the Financial Crisis*, 2010, <http://www.unctad-docs.org/files/CG-in-Wake-of-Fin-Crisis-Full-Report.pdf> [dostęp 25.01.2015].

107 IIRC, *The <IR> International Framework...*

108 IFC, *Getting More Value Out of Sustainability Reporting*, June 2010.

109 GRI, *Wytyczne do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju...*

odpowiedzialności wobec interesariuszy zewnętrznych i wewnętrznych prowadzi do budowania przewagi konkurencyjnej i kreowania wartości spółki¹¹⁰. Efektywność spółki ukazana wtedy zostaje w szerszym kontekście zrównoważonego rozwoju.

3.5. Podsumowanie – lista pożądaných ujawnień

Uwzględniając powyższe, zestawiono poniżej listę charakteryzującą zakres informacji, jakie mógłby zawierać optymalny raport roczny spółki giełdowej. Zgodnie z rozważaniami w rozdziałach pierwszym i drugim, pożądaný zakres raportu rocznego obejmuje informacje, które kierowane są do szerokiego kręgu odbiorców. Uwzględnia on zatem zarówno informacje na temat ekonomicznych podstaw działania spółki, jak i informacje na temat wpływu wywieranego na społeczeństwo czy środowisko naturalne. Zestawienie czerpie również z wyników dotychczasowych prac mających na celu przygotowanie wykazów zagadnień czy konstruowanie indeksów pozwalających oceniać ujawnienia spółek (a szerzej przejrzystość). Kształt poniższego zestawienia jest zatem wynikiem:

- Analizy zaleceń, propozycji, regulacji, o których mówiono w rozdziale drugim, między innymi:
 - Wytycznych do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju¹¹¹,
 - *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures*¹¹²,
 - *Corporate reporting framework*¹¹³,
 - *EBRC Framework Version 2.1*¹¹⁴,
 - Zasad nadzoru korporacyjnego OECD¹¹⁵,

110 M. E. Porter, M. R. Kramer, *Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, "Harvard Business Review" 2006, No. 12.

111 GRI, *Wytyczne do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju...*

112 FASB, *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures...*

113 PricewaterhouseCoopers, *Corporate reporting framework...*

114 AICPA, *EBRC Framework Version 2.1...*

115 OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, 2004, www.oecd.org/dataoecd/16/32/34656740.pdf [dostęp 20.11.2014].

- Rozporządzenia Ministra Finansów dotyczącego informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych¹¹⁶.
- Analizy badań nad ujawnieniami, które formułowały pożądany zakres informacji decydujący o przejrzystości spółki lub jakości ujawnień:
 - *Disclosure Practices of the Companies Composing the Bovespa Index in Brazil – Reaping the Benefits of Exchange-Based Regulation*¹¹⁷,
 - *Corporate Governance – A Transparency Index For The Romanian Listed Companies*¹¹⁸,
 - *Transparency and Disclosure Scores and their Determinants in the Istanbul Stock Exchange*¹¹⁹,
 - *A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies*¹²⁰,
 - *Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets*¹²¹.
- Analizy list zagadnień wpływających na przejrzystość spółki formułowanych przez różne instytucje celem oceny i publikacji poziomu ujawnień, są to między innymi:
 - *S&P/EGX ESG Index Methodology*¹²²,

116 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim.

117 Standard & Poor's, *Disclosure Practices of the Companies Composing the Bovespa Index in Brazil – Reaping the Benefits of Exchange-Based Regulation*, 2009, <http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/BrazilCorporateTDEng-2009.pdf> [dostęp 20.08.2011].

118 C. Sunhilde, K. Hajnalka, *Corporate Governance – A Transparency Index For The Romanian Listed Companies*, "Annals of Faculty of Economics", May 2009, Vol. 2(1), University of Oradea, Faculty of Economics, s. 60–66.

119 M. Aksu, A. Kosedag, *Transparency and Disclosure Scores and their Determinants in the Istanbul Stock Exchange*, "Corporate Governance: An International Review" 2006, Vol. 14 (4), Blackwell Publishing, s. 277–296.

120 Y. L. Cheung, P. Jiang, W. Tan, *A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies*, "Journal of Accounting and Public Policy" 2010, No. 29.

121 S. A. Patel, A. Balic, L. Bwakira, *Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets*, "Emerging Markets Review" 2002, No. 3, s. 325–337.

122 Standard & Poor's, *S&P/Egx Esg Index, Index Methodology*, 2010, http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DMethodology_SP_EGX_ESG_Index_Web.pdf&blobheadername2=Con

- *S&P ESG India Index Methodology*¹²³,
- *Governance & Transparency Index*¹²⁴.

Zagadnienia wymienione na poniższej liście zostały wykorzystane w następnym rozdziale do budowy indeksu ujawnień, którego celem jest kwantyfikacja i ocena poziomu ujawnień.

I. Informacje ze sprawozdania finansowego

1. Opis polityki rachunkowości:
 - a) definicje, klasyfikacje, metody wyceny aktywów, zobowiązań, ujmowania przychodów kosztów, metody amortyzacji,
 - b) definicje, metody wyceny, klasyfikacja aktywów i zobowiązań finansowych (instrumenty finansowe, instrumenty pochodne, rachunkowość zabezpieczeń), wskazanie wielkości stosowanych do wyceny (na przykład wartość godziwa, koszt zamortyzowany),
 - c) zasady, polityka zarządzania ryzykiem finansowym,
 - d) umowy leasingu, polityka, wycena.
2. Informacja dodatkowa, wprowadzenie do sprawozdania, noty:
 - a) podstawy (prawne) sporządzenia sprawozdania finansowego,
 - b) wskazanie założeń, modeli przyjętych przy danych szacunkowych (amortyzacji, rezerwach, utracie wartości, odpisach należności, ustalaniu wartości godziwej), podanie stopnia niepewności danych szacunkowych,
 - c) szczegóły na temat aktywów, pasywów, przychodów i kosztów (dezagregacja) – w tym wartości rynkowe, godziwe aktywów i zobowiązań,
 - d) należności i zobowiązania według terminów wymagalności, waluty,
 - e) szczegóły na temat instrumentów finansowych,
 - f) pozycje pozabilansowe, zobowiązania warunkowe,

tent-Disposition&blobheadvalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobhead-
ername1=content-type&blobwhere=1243665618414&blobheadvalue3=UTF-8
[dostęp 20.08.2011].

123 Standard & Poor's, *S&P ESG India Index, Index Methodology*, 2011, <http://us.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-esg-india-index.pdf> [dostęp 27.01.2015].

124 The Business Times, Corporate Governance & Financial Reporting Centre, *Governance & Transparency Index*, http://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/images/CG-FRC/GTIMethodology_website.pdf [dostęp 27.01.2015].

- g) omówienie rachunku przepływów pieniężnych, metoda bezpośrednia,
 - h) wskazanie pozycji nietypowych, objaśnienie pozycji „pozostałe”.
3. Informacje finansowe dotyczące segmentów operacyjnych:
- a) opis podziału na segmenty, ich charakterystyka (branżowe, geograficzne),
 - b) aktywa i zobowiązania segmentów,
 - c) przychody od klientów zewnętrznych i innych segmentów, koszty, wyniki, przepływy pieniężne,
 - d) produkcja, sprzedaż, dane operacyjne.

II. Analiza rynku i otoczenia, informacje o spółce

1. Informacje ogólne o spółce – historia, produkty, osiągnięcia, znaczące umowy.
2. Rynek:
 - a) opis rynku, na jakim działa spółka,
 - b) trendy na rynku, w sektorze.
3. Konkurencja:
 - a) wskazać głównych konkurentów, porównać (jeśli to możliwe) silne i słabe strony ze spółką raportującą,
 - b) udziały w rynku konkurencji,
 - c) kluczowe czynniki przewagi konkurencyjnej w sektorze,
 - d) zmiany przeszłe i przewidywane w przewadze konkurencyjnej spółki.
4. Otoczenie prawne, regulacyjne, czynniki polityczne:
 - a) przewidywane regulacje (ochrona środowiska, podatki, pracownicze, pro- i antybiznesowe),
 - b) procesy zachodzące w gospodarce (deregulacja, prywatyzacja, nacjonalizacja), które mogą mieć wpływ na sposób prowadzenia działalności,
 - c) ryzyko polityczne, skutki potencjalnych działań politycznych (wyłączenie, ograniczenia importu, cła).
5. Czynniki makroekonomiczne (PKB, stopy procentowe, inflacja, kursy walutowe, ryzyko geopolityczne, presja cenowa, sytuacja ogólnogospodarcza).
6. Technologia:
 - a) innowacje, zmiany obecne i przyszłe w technologii i ich wpływ na działanie spółki i jej efektywność.

7. Dostawcy:
 - a) główni dostawcy – ich znaczenie dla sytuacji spółki (na przykład nagłe odejście ważnego dostawcy).
8. Klienci:
 - a) główni klienci – ich znaczenie dla sytuacji spółki,
 - b) analiza zmian potrzeb klienta – jak wpływały na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, wpływ środowiska, demografii, społeczny, kulturowy na bazę klientów oraz zgłaszany przez nich popyt na obecne i przyszłe produkty.

III. Informacje na temat strategii, komentarz zarządu, plany i prognozy

1. Wskazanie misji i wizji spółki.
2. Strategia spółki:
 - a) cele strategiczne spółki oraz stopień ich realizacji,
 - b) cele operacyjne, dzięki którym realizowane są cele strategiczne,
 - c) mierniki celów mierzące realizację strategii (finansowe i niefinansowe).
3. Komentarz na temat trendów w otoczeniu, które mają wpływ na działalność spółki.
4. Silne, słabe strony spółki.
5. Szanse i zagrożenia wynikające z analizy otoczenia.
6. Wskazanie kluczowych czynników sukcesu przedsiębiorstwa.
7. Opis czynników i zdarzeń (w szczególności nietypowych), które miały w ciągu raportowanego roku największy wpływ na działalność i wyniki finansowe (danego roku i/lub przyszłych okresów).
8. Powiązanie strategii z wynikami i ryzykiem.

IV. Informacje prospektywne

1. Prognozy, plany (na okres 1 roku, okresy dłuższe):
 - a) wielkości finansowych (wyniki, przychody, koszty, wskaźniki finansowe),
 - b) wielkości operacyjnych (sprzedaż, produkcja, liczba klientów),
 - c) plany inwestycyjne,
 - d) niepewność prognoz, scenariusze.
2. Ocena przyszłej sytuacji finansowej spółki.

V. Ład, nadzór korporacyjny

1. Wskazanie kodeksu lub dobrych praktyk, którymi spółka się posługuje, wyjaśnienie ewentualnych odstępstw od ich stosowania.
2. Wskazanie osób zarządzających:
 - a) imię, nazwisko wraz z opisem (wykształcenie, poprzednie zatrudnienie, doświadczenie, odbyte szkolenia),
 - b) zakres odpowiedzialności członków zarządu,
 - c) okres zatrudnienia.
3. Sposób wyboru i odwoływania kierownictwa spółki i rady nadzorczej.
4. Skład rady nadzorczej.
5. Wykaz komitetów w radzie nadzorczej
 - a) skład, funkcje.
6. Polityka dywidendy.
7. Wynagrodzenie osób zarządzających i członków rady nadzorczej:
 - a) rodzaj i kwoty (gotówka, akcje, opcje),
 - b) podstawowe i premie,
 - c) sposób ustalania premii – uzależnienie od wyników, mierniki wyników.
8. Udziały zarządu i członków rady w spółce i podmiotach powiązanych.
9. Powiązania członków zarządu, rady z głównymi udziałowcami (rodzinne, biznesowe).
10. Transakcje spółki z podmiotami powiązаныmi (rynkowe, nierynkowe).
11. Ocena pracy rady nadzorczej:
 - a) opis sposobu oceny, kryteria,
 - b) czy jest oceniana przez podmiot zewnętrzny.
12. Dodatkowe informacje:
 - a) polityka nadzoru korporacyjnego na poziomie grupy kapitałowej,
 - b) oddzielna sekcja w raporcie dla nadzoru korporacyjnego,
 - c) polityka zgłaszania nieprawidłowości (*whistleblowing policy*), łamania prawa, opis,
 - d) informacja na temat osoby kontaktowej w kwestiach relacji inwestorskich.

VI. Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje

1. Struktura grupy kapitałowej – formalna, funkcjonalna.
2. Akcjonariat:
 - a) rodzaje udziałowców (indywidualni, instytucjonalni, narodowości),
 - b) główni udziałowcy opis,
 - c) udziałowcy z co najmniej 3, 5, 10, 25, 50, 75 % głosów na WZA,
 - d) wskazanie, że zarząd potwierdza, iż nie ma żadnych innych udziałowców z udziałami większymi niż 5% oprócz tych, których wskazał,
 - e) informacje na temat pośredniego akcjonariatu.
3. Akcje spółki:
 - a) liczba akcji zwykłych, uprzywilejowanych, niemych,
 - b) akcje własne,
 - c) wartość nominalna akcji,
 - d) *free float* (akcje dostępne do obrotu dla akcjonariuszy o udziale nie większym niż 5%),
 - e) prawa głosu wynikające z akcji, uprzywilejowanie, ograniczenia zbywania,
 - f) kurs akcji:
 - i. historia – wykres, wartości min/max/średni,
 - ii. wyjaśnienie zmian kursu akcji,
 - iii. porównanie z indeksami.

VII. Ryzyko

1. Wskazanie kluczowych rodzajów ryzyka finansowego i niefinansowego.
2. Sposób pomiaru, szacowania ryzyka.
3. Skala zagrożenia ryzykiem.
4. Systemy i organizacja zarządzania ryzykiem (na przykład COSO) i kontroli wewnętrznej.
5. Sposób oceny systemów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej.
6. Oświadczenie zarządu o właściwej efektywności systemów wewnętrznej kontroli i systemów zarządzania ryzykiem (w tym o ryzyku w procesie przygotowania sprawozdania finansowego).
7. Wpływ ryzyka na wyniki.

VIII. Wyniki i tworzenie wartości

1. Analiza źródeł zmiany przychodów, kosztów (wolumen, cena, inne).
2. Wskazanie zmian, trendów w przychodach, kosztach, wynikach finansowych, aktywach, zobowiązaniach:
 - a) porównanie wyników z wynikami konkurencji, sektora, liderów,
 - b) porównanie wyników w czasie (okres dwu lat, dłuższy).
3. Analiza finansowa (wskaźnikowa):
 - a) porównanie wskaźników z konkurencją, sektorem,
 - b) porównanie wskaźników w czasie.
4. Ujawnianie danych śródrocznych – finansowych i niefinansowych.
5. Wyniki operacyjne:
 - a) porównanie wskaźników z konkurencją, sektorem,
 - b) porównanie wskaźników w czasie.
6. Analiza wrażliwości wyników finansowych i operacyjnych.
7. Prezentacja realizacji planów z poprzednich okresów:
 - a) finansowych i niefinansowych,
 - b) przyczyny odchyłeń.
8. Wskazanie kluczowych mierników efektywności (KPI):
 - a) finansowych,
 - b) niefinansowych;
 - c) porównanie z konkurencją, sektorem,
 - d) porównanie w czasie.
9. Kluczowe źródła wartości (*key value drivers*) – procesy, zasoby, relacje:
 - a) materialne,
 - b) niematerialne – B+R, klienci, dostawcy, wiedza, strategia, zarządzanie itp.
10. Ocena zadłużenia, wypłacalności, zdolności kredytowej, analiza długu netto spółki (leasing, pożyczki, kredyty).

IX. Interesariusze, relacje z otoczeniem

1. Wskazanie posiadania, realizowania formalnej polityki społecznej odpowiedzialności biznesu/zrównoważonego rozwoju (w tym raportowania):
 - a) osoby, jednostka odpowiedzialna,
 - b) okres sprawozdawczy, częstotliwość raportowania,
 - c) integracja ze strategią, polityką nadzoru korporacyjnego.

2. Czy informacje na temat społecznej odpowiedzialności lub zrównoważonego rozwoju (w oddzielnym raporcie) były poddane zewnętrznej ocenie?
3. Czy działania w omawianym obszarze podlegają kontroli wewnętrznej?
4. Wskazanie, czy informacje te przygotowano w oparciu o wytyczne, kodeksy, dobre praktyki, standardy.
5. Informacje na temat najważniejszych osiągnięć i niepowodzeń.
6. Identyfikacja kluczowych interesariuszy i ich potrzeb (jak je ustalono – ankieta, spotkanie, arbitralnie).
7. Dialog z interesariuszami:
 - a) czy w raporcie uwzględniono informację zwrotną od interesariuszy,
 - b) czy spółka odpowiada na zarzuty, pochwały, wnioski interesariuszy,
 - c) czy w raporcie są informacje na temat możliwości wysyłania komentarzy, wniosków odnośnie do raportu.
8. Informacje na temat działania spółki w obszarze środowiska naturalnego:
 - a) informacje na temat wpływu na środowisko naturalne (zużycie surowców, energii, wody, emisja ścieków, gazów cieplarnianych),
 - b) działania spółki związane z wywieraniem wpływem na środowisko (programy oszczędzania energii, inwestycje w ekologiczne technologie, inwestycje w ochronę środowiska),
 - c) osiągnięcia, niepowodzenia, ryzyka związane z wywieraniem wpływem na środowisko.
9. Informacje na temat działania spółki w obszarze społecznym:
 - a) pracownicy – informacje na temat polityki zatrudnienia, zapewnienia równouprawnienia kobiet i mężczyzn, szkoleń pracowników, zapewnienia bezpieczeństwa i higieny pracy, wypadki przy pracy, nieprzestrzeganie przepisów, kary, działania mogące tworzyć zagrożenie dla swobody zrzeszania się, relacje ze związkami zawodowymi, przypadki dyskryminacji,
 - b) klienci – działania w zakresie odpowiedzialności za produkt, wpływ produktów na zdrowie i bezpieczeństwo klienta, programy zapewnienia jakości produktów, niezgodności z regulacjami, dobrowolnymi kodeksami w zakresie wpływu produktów na zdrowie i bezpieczeństwo klienta, oznakowania produktów, standardów i dobrowolnych kodeksów dotyczących reklamy, promocji i sponsoringu, wyniki badań pomiaru satysfakcji klienta,

- c) dostawcy, partnerzy biznesowi – polityka współpracy z dostawcami, podmiotami w łańcuchu dostaw, pomiar satysfakcji dostawców,
 - d) społeczność lokalna, społeczeństwo – respektowanie praw człowieka, liczba umów z klauzulami dotyczącymi praw człowieka, weryfikacja dostawców, podwykonawców pod kątem przestrzegania praw człowieka, przypadki dyskryminacji, działania niosące ryzyko wykorzystywania pracy dzieci, pracy przymusowej, działania na rzecz społeczności lokalnej, liczba podjętych wobec spółki działań związanych z naruszaniem zasad wolnej konkurencji, praktyk monopolistycznych.
10. Czy spółka prezentuje wskaźniki w obszarze środowiskowym i społecznym w celu monitorowania wyników, porównania ich w czasie.

X. Czytelność raportu

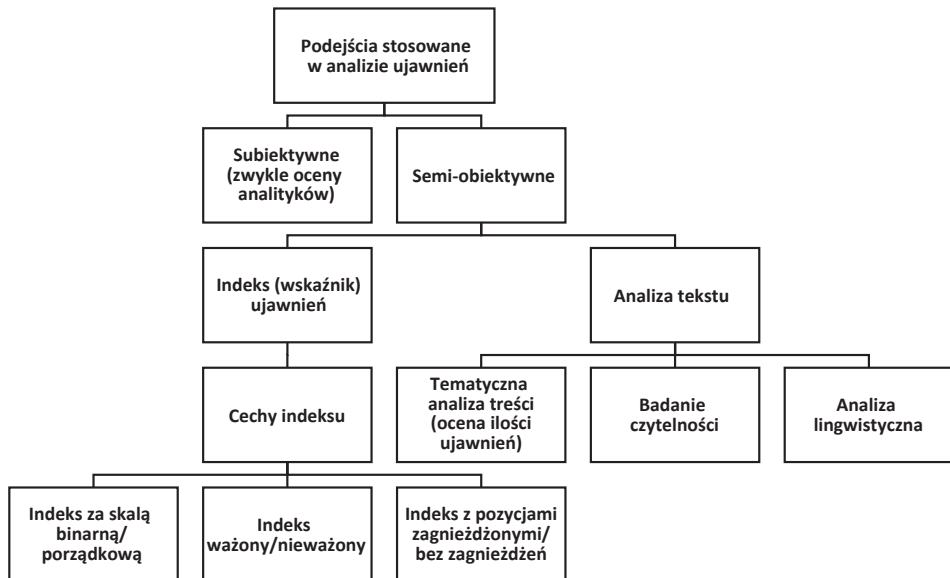
1. Posługiwanie się językiem pozbawionym żargonu, języka technicznego, niewyjaśnionych skrótów, zwrotów obcojęzycznych.
2. Zamieszczenie wyjaśnienia, słownika pojęć użytych w raporcie.
3. Jasna i logiczna prezentacja informacji:
 - a) łatwość odnalezienia informacji, spis treści, indeks,
 - b) podsumowania poszczególnych części raportu,
 - c) spójność pod względem formatowania, schematu opisu,
 - d) wykresy, schematy, tabele.
4. Ułatwienia w nawigacji po raporcie (kolory, zakładki, linki).

Rozdział 4

Analiza ujawnień w wybranych spółkach giełdowych

4.1. Przegląd metod badania ujawnień

Dokumenty generowane przez spółki giełdowe, jakimi są przykładowo sprawozdanie finansowe i sprawozdanie z działalności, zawierają zarówno informacje ilościowe, jak i informacje jakościowe (tekst, elementy graficzne). W celu umożliwienia ilościowej analizy zawartości raportów przedsiębiorstw konieczne jest użycie metody, która pozwoli na skwantyfikowanie zakresu lub jakości przedstawionych informacji.



Schemat 2. Metody badania ujawnień w raportach przedsiębiorstw

Źródło: opracowane na podstawie: V. Beattie, B. McInnes, S. Fearnley, *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes*, "Accounting Forum", September 2004, Vol. 28, Issue 3.

W badaniach ujawnień (zakresu i jakości) w dokumentach przedsiębiorstw wykorzystuje się różne podejścia, aby uzyskać potrzebne do dalszej analizy dane liczbowe. Beattie, McInnes i Fearnley¹ dokonują przeglądu stosowanych metod, których podział można przedstawić na schemacie 2.

4.1.1. Metody subiektywne

Autorzy przeglądu metod badania ujawnień za metody subiektywne uznali oceny, ratingi publikowane przez analityków. By oceny te można było wykorzystać w badaniach, powinny być publikowane regularnie, dotyczyć interesujących autora przedsiębiorstw, a ponadto powinien być wyjaśniony sposób uzyskiwania oceny. W literaturze mowa przede wszystkim o ocenach ujawnień publikowanych przez AIMR (*Association of Investment Management and Research*). AIMR do 1996 roku publikowała coroczne raporty na temat ujawnień w raportach kwartalnych, rocznych oraz innych publikacjach spółek amerykańskich. Badaniu podlegały spółki z różnych branż, a oceny dokonywało kilkunastu analityków. Jak zauważyli niektórzy, wada tej metody wynika z faktu, iż nie są to bezpośrednie pomiary zakresu i jakości ujawnień, a raczej wyniki postrzegania ujawnień przez analityków². Healy i Palepu krytykują wykorzystanie tych ocen i wskazują na brak jasności w kwestii doboru spółek podlegających ocenie oraz potencjalną stronniczość czy uprzedzenia analityków³. Z uwagi na brak podobnych ocen (ratingów) w innych krajach, które byłyby regularnie przyznawane i publikowane, badacze chcący zastosować omawiane podejście zmuszeni są do bezpośredniego kontaktu z analitykami⁴.

1 V. Beattie, B. McInnes, S. Fearnley, *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes*, "Accounting Forum", September 2004, Vol. 28, Issue 3.

2 M. Lang, R. Lundholm, *Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure*, "Journal of Accounting Research" 1993, No. 31(2), s. 246–271.

3 P. M. Healy, K. G. Palepu, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, "Journal of Accounting and Economics" 2001, No. 31(3), s. 405–440.

4 Przykładowo w badaniach: P. M. Clarkson, J. L. Kao, G. D. Richardson, *Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package*, "Contemporary Accounting Research" 1999, No. 16 (1), s. 111–134.

4.1.2. Metody semi-objektywne

Zgodnie z zaproponowanym przez Beattie, McInnes i Fearnley podziałem podejść badawczych w analizie ujawnień funkcjonują również metody, którym można przypisać pewien stopień obiektywności. Różniamy metody indeksów ujawnień oraz metody analizy tekstu. Indeksy ujawnień oraz tematyczna analiza treści (w ramach metod analizy tekstu) to dwie najczęściej stosowane metody w badaniach zawartości publikacji przedsiębiorstw⁵.

4.1.2.1. Analiza tekstu – badanie czytelności

Analiza czytelności tekstu polega na skwantyfikowaniu stopnia trudności czytania danego tekstu (innymi słowy stopnia skomplikowania tekstu). Zwykle używanym miernikiem czytelności jest indeks Flescha⁶, który obliczany jest na podstawie liczby słów, sylab i zdań w tekście. Wyliczony indeks jest następnie porównywany z wartościami progowymi dla określenia stopnia trudności tekstu. Im wyższa wartość indeksu, tym tekst jest łatwiejszy do czytania (mniej skomplikowany). Teksty najłatwiejsze do czytania przyjmują wartość indeksu około 120, podczas gdy teksty akademickie generują indeks o wartościach około 30 i mniej.

Należy zwrócić uwagę, jak czynią to niektórzy autorzy, iż łatwość czytania tekstu, mierzona na przykład indeksem Flescha, i jego zrozumiałość nie są pojęciami tożsamymi. Czytelność tekstu wynika z jego budowy (długości słów, zdań), podczas gdy jego zrozumiałość zależy także od wiedzy, doświadczenia i percepcji czytelnika⁷.

Zaletą analizy czytelności jest jej obiektywność oraz łatwość zastosowania. Wadą natomiast jest ignorowanie tekstu jako całości (treści) i uwzględnianie tylko liczby słów i zdań. Nie jest brana pod uwagę tematyka tekstu, preferencje, oczekiwania czy umiejętności, wiedza jego odbiorcy⁸. Niezależnie od tematu i rodzaju tekstu, indeks Flescha jest wyznaczany w ten sam sposób. Dyskusyjne jest zatem także wykorzystanie i interpretacja uniwersalnego miar czytelności do analizy tekstów nauko-

5 C. Joseph, R. Taplin, *The measurement of sustainability disclosure: Abundance versus Occurrence*, "Accounting Forum" 2010, doi:10.1016/j.accfor.2010.11.002.

6 Formuła indeksu Flescha jest skonstruowana dla tekstów w języku angielskim.

7 M. J. Jones, *Commentaries: Readability of annual reports: Western versus Asian evidence – a comment to contextualize*, "Accounting, Auditing & Accountability Journal" 1996, Vol. 9, No. 2, s. 86–91.

8 V. Beattie, B. McInnes, S. Fearnley, *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports...*

wych i technicznych⁹. Nie jest brana pod uwagę spójność wypowiedzi czy logiczność wyводу. Badanie czytelności nie uwzględnia ponadto elementów innych niż tekst, które mogą być pomocne w jego zrozumieniu. Badania dokumentów spółek brytyjskich wykazują, że raporty roczne¹⁰ oraz sam komentarz zarządu¹¹ (OFR – *operating and financial review*) wykazują wysoki lub bardzo wysoki stopień skomplikowania tekstu.

4.1.2.2. Analiza tekstu – tematyczna analiza treści (*thematic content analysis*)

Tematyczna analiza treści polega na rejestrowaniu liczebności określonych jednostek tekstu. Jednostką zliczaną mogą być wyrazy, zdania, wiersze (linie tekstu), strony, akapity¹². Jak wskazują Jones i Shoemaker, często używaną jednostką są też tematy (*themes*), które mogą być dłuższe lub krótsze niż zdanie¹³.

Joseph i Taplin określają tę metodę badawczą jako analizę ilości (wo-lumenu) ujawnień (*disclosure abundance*). Badanie polega na przygotowaniu przez badacza listy zagadnień, rodzajów informacji, których wystąpienia oczekuje w analizowanym dokumencie. Następnie należy ustalić liczbę jednostek tekstu dających się przypisać do określonych wcześniej zagadnień, rodzajów informacji. Przykładowo można badać, ile jednostek tekstu w raporcie rocznym spółki giełdowej to informacje dotyczące przeszłości, a ile przyszłości. W badaniu można analizować wszelkie dokumenty zawierające informacje o przedsiębiorstwach, zarówno te generowane przez same przedsiębiorstwa,

9 Indeksy czytelności konstruowano z myślą o ocenie tekstów dla dzieci i młodzieży. Więcej na temat miar czytelności tekstu w: R. Sydeserff, P. Weetman, *A Texture Index for Evaluating Accounting Narratives: An Alternative to Readability Formulas*, "Accounting, Auditing and Accountability Journal" 1999, No. 12(4), s. 459–488; A. Seretny, *Wskaźnik czytelności tekstu jako pomoc w określaniu stopnia jego trudności*, „LingVaria” 2006, R. I, nr 2.

10 B. A. Rutherford, *Obfuscation, Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance*, "Journal of Management & Governance", June 2003; M. J. Jones, *A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narratives in the Corporate Reports of a UK Company*, "Accounting & Business Research" 1988, Autumn, Vol. 18, Issue 72, s. 297–305.

11 B. A. Rutherford, *Obfuscation, Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance...*

12 C. Joseph, R. Taplin, *The measurement of sustainability disclosure...*

13 M. J. Jones, P. A. Shoemaker, *Accounting Narratives: A Review of Empirical Studies of Content and Readability*, "Journal of Accounting Literature" 1994, No. 13, s. 142–184.

jak i przez inne podmioty. Może to być analiza całości dokumentu lub tylko ich fragmentów.

Korzystając z omawianej metody, badający nie analizuje treści ujawnienia, a jedynie ilość tekstu poświęconego danemu zagadnieniu. Należy zatem zdecydować, jaka jednostka tekstu będzie podlegać zliczaniu. Decyzja, czy będą to pojedyncze wyrazy, zdania, wiersze, strony, rodzi określone konsekwencje. Przykładowo liczba stron jest zależna nie tylko od ilości tekstu, ale także od sposobu jego formatowania: wielkości i rodzaju czcionki, wcięć i marginesów. Jeśli jednostką zliczaną są wyrazy lub zdania, problem ten nie występuje. Z tego powodu często stosowaną jednostką zliczaną są zdania¹⁴. W przypadku liczenia zdań problematyczna okazuje się ocena zdań zawierających informacje, które mogą dotyczyć różnych zagadnień¹⁵. Zwraca się także uwagę na możliwość podwójnego liczenia tej samej treści występującej w różnych częściach dokumentu¹⁶. Z drugiej strony można założyć, że informacja powtórzona jest informacją ważną i jej podwójne liczenie jest uzasadnione¹⁷. Wydaje się to być jednak kwestią dyskusyjną, zwłaszcza w przypadku, gdyby powtórzenie nie wynikało z woli przygotowującego dokument, a na przykład z przepisów. Niektórzy autorzy twierdzą, iż zdania są względnie łatwe do policzenia w porównaniu z liczeniem wyrazów, gdzie trzeba za każdym razem zdecydować, czy dany wyraz daje się przyporządkować do którejś z pozycji z listy zagadnień¹⁸.

Oprócz decyzji w zakresie jednostki podlegającej zliczaniu (wyrazy, zdania, wiersze, strony) trudności rodzi sposób traktowania tabel, schematów, wykresów i innych elementów niebędących tylko tekstem. Wymusza to przyjęcie uproszczenia i ustalenia przelicznika tych obiektów

14 J. Haseldine, A. I. Salama, J. S. Toms, *Quantity versus quality: The impact of environmental disclosures on the reputation of UK Plcs*, "The British Accounting Review" 2005, No. 37(2), s. 231–248; P. Thompson, Z. Zakaria, *Corporate social responsibility reporting in Malaysia progress and prospects*, "Journal of Corporate Citizen", Spring 2004, No. 13, s. 125–136; D. Hackston, M. J. Milne, *Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies*, "Accounting, Auditing and Accountability" 1996, No. 9(1), s. 77–108.

15 S. S. Gao, S. Haravi, J. Z. Xiao, *Determinants of corporate social and environmental reporting in Hong Kong: A research note*, "Accounting Forum" 2005, No. 29(2), s. 233–242.

16 M. Purushothaman, G. Tower, P. Hancock, R. Taplin, *Determinants of corporate social reporting practices of listed Singapore companies*, "Pacific Accounting Review" 2000, No. 12(2), s. 101–134.

17 C. Joseph, R. Taplin, *The measurement of sustainability disclosure...*

18 D. Hackston, M. J. Milne, *Some determinants of social and environmental disclosures...*

na jednostkę zliczaną. Wpływać to może na zniekształcenie wyników poziomu ujawnień.

Zaletą omawianego podejścia do analizy ujawnień jest względna łatwość zastosowania oraz relatywnie wysoki poziom obiektywności. Za wadę można uznać ignorowanie treści przekazu, podobnie jak przy analizie stopnia skomplikowania tekstu. Tabela 9 prezentuje wybrane badania posługujące się tą metodą.

Tabela 9. Wybrane badania, gdzie zastosowano liczenie jednostek tekstu

Autor	Rok	Miara ujawnień, temat badania
R. Gray, R. Kouhy, S. Lavers ^a	1995	Miarą ujawnień jest procentowe wypełnienie strony tekstem na dany temat. Badanie dotyczyło 100 największych brytyjskich spółek. Analizowano raporty roczne i zawarte w nich ujawnienia na temat kwestii środowiskowych i społecznych (CSR).
C. Deegan, B. Gordon ^b	1996	Miarą ujawnień jest liczba wyrazów oraz procentowy udział stron na dany temat w ogólnej liczbie stron raportu rocznego spółek australijskich. Badano ujawnienia dotyczące oddziaływania na środowisko naturalne.
S. S. Gao, S. Haravi, J. Z. Xiao ^c	2005	Miarą ujawnień jest liczba wyrazów. Badano ujawnienia dotyczące kwestii społecznych i środowiskowych w raportach rocznych spółek z Hong Kongu.
T. D. Wilmshurst, G. R. Frost ^d	2000	Miarą ujawnień jest liczba wyrazów. Badanie dotyczy ujawnień środowiskowych w raportach spółek australijskich.
S. Cuganesan, L. Ward, J. Guthrie ^e	2007	Miarą ujawnień jest liczba zdań. Badanie dotyczy ujawnień społecznych i środowiskowych w raportach spółek australijskich.
J. Krasodomska ^f	2014	Miarą objętości ujawnień jest liczba stron. Badano raporty banków pod kątem długości sprawozdania z działalności oraz udziału w raporcie rocznym ujawnień niefinansowych (poza sprawozdaniem finansowym).

^a R. Gray, R. Kouhy, S. Lavers, *Constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies*, "Accounting, Auditing & Accountability Journal" 1995, Vol. 8, No. 2, s. 78–101; ^b C. Deegan, B. Gordon, *A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations*, "Accounting and Business Research" 1996, No. 26(3), s. 187–199; ^c S. S. Gao, S. Haravi, J. Z. Xiao, *Determinants of corporate social and environmental reporting in Hong Kong...*;

^d T. D. Wilmshurst, G. R. Frost, *Corporate environmental reporting: A test of legitimacy theory*, "Accounting, Auditing and Accountability" 2000, No. 13(1), s. 10–26; ^e S. Cuganesan, L. Ward, J. Guthrie, *Legitimacy Theory: A Story of Reporting Social and Environmental Matters within the Australian Food and Beverage Industry*, 5 July 2007, presented to the 5th Asian Pacific Interdisciplinary Research in Accounting (APIRA) Conference, 8–10 July 2007, Auckland, New Zealand, <http://ssrn.com/abstract=1360518> [dostęp 29.01.2015]; ^f J. Krasodomska, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości...*, s. 180.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wymienionych pozycji literatury.

4.1.2.3. Analiza tekstu – analiza lingwistyczna

Sydserrff i Weetman¹⁹ – w odpowiedzi na krytykę miary czytelności – zaproponowali jej alternatywę, tak aby uwzględniać zarówno budowę tekstu, jak i oczekiwania odbiorcy pod względem jego treści. Konstruują oni wskaźnik (*texture index*) na podstawie prac De Beaugrande i Dresslera²⁰ oraz Roseberry²¹. Pozwala on na ocenę tekstu pod względem jego budowy, ale także użyteczności, przydatności zawartych w nim informacji dla odbiorcy. Tekst oceniany jest pod względem gramatycznym – badana jest jego spójność, odpowiednie ułożenie poszczególnych fragmentów tekstu. Ponadto oceniana jest istotność informacji oraz odniesienia, odwołanie w tekście do innych elementów dokumentu.

Ocena tekstu dotyczy wprawdzie jednostek tekstu (zdania), ale wykracza poza analizę zdań, zwracając uwagę na ich układ, łączenie czy kolejność. Indeks ten wykorzystano do badania ujawnień w komentarzach zarządu (OFR) w raportach brytyjskich spółek z indeksu FTSE100²². Badanie wykazało, że zaproponowany wskaźnik wykazuje niską korelację z miarą czytelności Flescha, co ma potwierdzać jego większą zawartość informacyjną. Inną zaletą jest, jak wskazuje Courtis²³, możliwość analizy zmian poziomu czytelności i zrozumiałości poszczególnych elementów (akapitów, rozdziałów) badanego tekstu. Nierówny poziom czytelności i zrozumiałości tekstu ma odzwierciedlać ogólny stopień trudności tekstu.

Wadą tego podejścia wydaje się być znaczna czasochłonność stosowania metody z uwagi na konstrukcję indeksu²⁴. Autorzy nie wspominają też o problemie analizy elementów innych niż tekst ciągły (tabele, schematy), co sugeruje, iż omawiana metoda jest właściwa tylko do analizy tekstu.

19 R. Sydserrff, P. Weetman, *A Texture Index for Evaluating Accounting Narratives...*

20 R. De Beaugrande, W. Dressler, *Introduction to Text Linguistics*, original 1981, digitally reformatted 2002, http://www.beaugrande.com/introduction_to_text_linguistics.htm [dostęp 27.01.2015].

21 R. L. Roseberry, *A Texture Index: Measuring Texture in Discourse*, "International Journal of Applied Linguistics" 1995, No. 5(2), s. 205–223.

22 FTSE100 to indeks 100 spółek o najwyższej kapitalizacji na brytyjskim rynku giełdowym.

23 J. K. Courtis, *Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon?*, "The British Accounting Review", September 2004, Vol. 36, Issue 3, s. 291–312; J. K. Courtis, *Annual Report Readability Variability: Tests of the Obfuscation Hypothesis*, "Accounting, Auditing & Accountability Journal" 1998, No. 11(4), s. 459–471.

24 Sami autorzy indeksu podają wyniki swoich badań tylko dla wycinka raportu rocznego 10 brytyjskich spółek.

4.1.2.4. Indeksy ujawnień

Indeks ujawnień określić można jako metodę analizy wystąpienia ujawnień (*disclosure occurrence*)²⁵. Polega ona na sprawdzaniu, czy w badanym dokumencie występuje informacja na temat zagadnień znajdujących się na liście określonej z góry przez badacza. Indeksy są, jak wskazują niektórzy autorzy, często stosowane przy badaniu raportów rocznych, zarówno całościowo, jak i wybranych jego części²⁶.

Podobnie jak w omówionych wyżej metodach, oceniane mogą być różnego rodzaju dokumenty zawierające informacje o przedsiębiorstwie, jego wynikach i działalności. Ocenie może podlegać cały dokument, jak też jego wybrane elementy. Przykładowo ocenie mogą podlegać sprawozdania z działalności czy raport na temat społecznej odpowiedzialności biznesu.

Podstawowym rodzajem indeksu jest indeks ze skalą 0–1 (zerojedynkową, binarną). Pozycji indeksu, która występuje w badanym dokumencie, jest przypisywana wartość 1, w przypadku braku informacji wartość 0. Takie podejście przyjęto przykładowo w badaniu ujawnień przez firmę Standard & Poor's, przy konstrukcji indeksu *Transparency & Disclosure*²⁷. Skala binarna do oceny pozycji indeksu pozwala na określenie zróżnicowania ilości zagadnień ujawnianych w badanych dokumentach. Nie odzwierciedla jednak różnic w ilości samych ujawnień pomiędzy różnymi przedsiębiorstwami. Rejestrowane jest tylko samo wystąpienie informacji, niezależnie od jej ilości.

W przypadku wykorzystania indeksu badacze często przyjmują założenie, iż rozmiar ujawnień przekłada się na ich jakość, a cechy te są pozytywnie skorelowane²⁸. Chcąc jednak wprowadzić dodatkową możliwość oceny jakości badanych ujawnień, w miejsce skali zerojedynkowej stosuje się skalę porządkową. Zamiast oceny 0–1 pozycje indeksu oceniane są wtedy na skali od 0 – oznaczającego brak informacji, do określonej liczby odpowiadającej za jakość ujawnienia (przykładowo skala może zawierać wartości od 0 do 3, 4 lub 5). Wyższą ocenę przypisuje się zwykle partii informacji, która zawiera oprócz opisu także elementy ilościowe. Przykładowo w badaniach Beattie, McInnes, Fearnley²⁹, a także

25 C. Joseph, R. Taplin, *The measurement of sustainability disclosure...*

26 D. Coy, K. Dixon, *The public accountability index: Crafting a parametric disclosure index for annual reports*, "The British Accounting Review" 2004, No. 36(1), s. 79–106.

27 S. Patel, A. Balic, L. Bwakira, N. Bradley, G. Dallas, *Transparency and Disclosure Study: Europe*, Standard & Poor's, 2003, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Transparency_and_Disclosure_Study_Europe.pdf [dostęp 8.12.2010].

28 C. A. Botosan, *Disclosure level and the cost of equity capital...*

29 V. Beattie, B. McInnes, S. Fearnley, *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes...*

Bozzolan³⁰, wyższa ocena (2 punkty) przyznawana jest ujawnieniom zawierającym informacje ilościowe (w porównaniu z zawierającymi tylko informacje jakościowe ocenianymi na 1 punkt). Podobnie postąpiono w badaniach dotyczących ujawnień środowiskowych, gdzie przyjęto skalę od 0 do 3, gdzie 3 punkty są przyznawane, gdy na dany temat prezentowana jest informacja ilościowa³¹. Z kolei Robb, Single i Zarzeski stosują skalę 1–3, gdzie 1 to brak ujawnień, 2 – częściowe ujawnienia, 3 – obszernie ujawnienia³². Tego rodzaju skala to próba połączenia metody wystąpienia ujawnień (indeksu) i metody liczenia jednostek tekstu. Indeks taki pozwala bowiem ocenić zarówno wystąpienie informacji, jak i (przynajmniej częściowo) jej ilość. Należy zauważyć, że rozróżnienie pomiędzy ujawnieniami częściowymi a obszernymi może jednak cechować większy poziom subiektywności niż w przypadku rozróżniania między ujawnieniami ilościowymi i jakościowymi. Guthrie, Petty, Yongvanich i Ricceri zwracają uwagę, iż dla oceny jakości ujawnień należy także brać pod uwagę lokalizację danego ujawnienia w dokumencie³³. Można dodatkowo punktować ujawnienia w tych fragmentach dokumentu, które z większym prawdopodobieństwem są czytane przez jego odbiorcę.

Oprócz stosowania odmiennych skali dla indeksów można także różnicować poszczególne pozycje indeksu pod względem ich istotności, ważności. Dokonuje się tego poprzez przyznanie elementom indeksu wag. W przypadku indeksów nieważonych każda pozycja indeksu jest uznawana za tak samo ważną. Przy indeksie ważonym niektóre pozycje indeksu są wyżej punktowane niż inne, zgodnie z postrzeganą ich istotnością. Należy zauważyć, że stosowanie zamiast skali binarnej (0–1) rozszerzonej skali (na przykład 1–3) również wykorzystuje w pewnym stopniu wagi. Wiele badań operuje indeksami nieważonymi ze względu na mniejszą ich subiektywność. Wskazywaną zaletą indeksu nieważonego jest analiza ujawnień, która jest niezależna od punktu widzenia konkretnego odbiorcy raportu³⁴. Niektórzy autorzy wskazują, że przegląd przeprowadzonych

30 S. Bozzolan, *Italian annual intellectual capital disclosure*, "Journal of Intellectual Capital" 2003, No. 4(4), s. 543.

31 S. A. Al-Tuwaijri, T. E. Christensen, K. E. Hughes, *The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach*, "Accounting, Organizations and Society" 2004, No. 29(5–6), s. 447–471.

32 S. W. G. Robb, L. E. Single, M. T. Zarzeski, *Nonfinancial Disclosures Across Anglo-American Countries*, "Journal of International Accounting" 2001, No. 10(1), s. 71–83.

33 J. Guthrie, R. Petty, K. Yongvanich, K. F. Ricceri, *Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting*, "Journal of Intellectual Capital" 2004, No. 5(2), s. 282–293.

34 C. W. Chow, A. Wong-Boren, *Voluntary financial disclosure by Mexican corporation*, "The Accounting Review" 1987, Vol. LXII(3), s. 533–541.

badań pozwala wnioskować o nieistotnej różnicy wyników badań przy wykorzystaniu indeksu ważonego i nieważonego³⁵.

W przypadku korzystania z indeksu powielenie informacji w dokumencie nie prowadzi do przyznania dodatkowych punktów. Jeśli w badanym dokumencie na dany temat ta sama informacja wystąpiła dwukrotnie, jej wystąpienie rejestrowane jest tylko raz. Niemniej konieczne jest podjęcie decyzji na temat ilości pozycji w indeksie, a tym samym szczególności pozycji indeksu. Jedna pozycja może oznaczać konieczność wystąpienia kilku informacji bądź tylko jednej. Przykładowo można zawrzeć w indeksie jedną pozycję „Opis misji i wizji” albo dwie osobne. Ma to następnie wpływ na znaczenie tych pozycji dla wartości indeksu³⁶. Dylemat ten nie powstaje w przypadku analizy objętości tekstu.

Wskazuje się, że w przypadku indeksu ze skalą 0–1 punkty przyznawane są tylko za samo wystąpienie informacji, ignoruje się przy tym ilość informacji na dany temat. Wadę tę można jednak wyeliminować rozszerzając skalę. Istnieje możliwość takiej konstrukcji indeksu, by uwzględnić zarówno wystąpienie informacji, jak i jej ilość. Inną wadą indeksu ujawnień może być element subiektywizmu, którego nie da się uniknąć przy analizowaniu badanego dokumentu i przypisywaniu informacji określonym zagadnieniom z listy. Wadą stosowania indeksu (podobnie ma to miejsce w przypadku zliczania tekstu) jest ocena informacji tylko według określonej z góry listy, co powoduje, że informacje spoza indeksu są ignorowane.

Niewątpliwą zaletą zastosowania indeksu ujawnień jest możliwość uwzględnienia wszelkiego rodzaju informacji, nie tylko tekstu, ale także pozostałych elementów: tabel, wykresów, schematów.

Z uwagi na licznosc i różnorodność możliwych ujawnianych pozycji w raportach przedsiębiorstw, wiele badań skupia się jedynie na wybranych jego elementach (ujawnienia dobrowolne, obowiązkowe, informacje niefinansowe, społeczne, środowiskowe). Ze wskazanego wyżej powodu, niewielu badaczy podejmuje także badania w przekroju czasowym³⁷. Tabela 10 prezentuje wybrane badania, w których posłużono się indeksem ujawnień.

35 C. L. Marston, P. L. Shrivess, *The use of disclosure indices in accounting research: A review article*, „British Accounting Review” 1991, Vol. 123(3), s. 195–210; M. Firth, *The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual report*, „Accounting and Business Research” 1979, Autumn, s. 273–280.

36 C. Joseph, R. Taplin, *The measurement of sustainability disclosure...*

37 V. Beattie, B. McInnes, S. Fearnley, *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes...*

Tabela 10. Wybrane badania ujawnień, w których wykorzystano indeks ujawnień

Autor	Rok	Rodzaj indeksu, temat badania
M. T. Zarzeski ^a	1996	Skonstruowano indeks ważony (wagi od 1 do 4) do badania ujawnień finansowych w raportach rocznych spółek z Francji, Niemiec, Hong Kongu, Japonii, Norwegii, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych.
C. A. Botosan ^b	1997	Skonstruowano indeks na podstawie zaleceń AICPA, CICA i badań SRI International ^c zawierający 35 pozycji. Skala 0–2 punktów, gdzie 2 punkty przyznawano za informacje ilościowe, 1 za jakościowe. Badano poziom ujawnień dobrowolnych w raporcie rocznym giełdowych spółek amerykańskich.
F. Depoers ^d	2000	Wykorzystano indeks do badania ujawnień dobrowolnych raportów rocznych francuskich spółek giełdowych. Zawiera 65 pozycji ocenianych binarnie (0–1).
S. W. G. Robb, L. E. Single, M. T. Zarzeski ^e	2001	Skonstruowano indeks na podstawie zaleceń AICPA ze skalą 1–3 punktów. 1 punkt oznacza brak ujawnień, 2 – częściowe ujawnienia, 3 – obszerne ujawnienia. Badano raporty roczne z wyłączeniem sprawozdania finansowego spółek amerykańskich, australijskich i kanadyjskich.
L. Hail ^f	2002	Wykorzystano indeks skonstruowany na bazie indeksu opracowanego przez Swiss Banking Institute do badania ujawnień dobrowolnych w raportach rocznych szwajcarskich spółek giełdowych.
S. Patel, A. Balic, L. Bwakira, N. Bradley, G. Dallas ^g	2003	Indeks (Standard and Poor's Transparency & Disclosure), zawierający 98 pozycji ocenianych na skali 0–1, wykorzystano do badania raportów rocznych w celu oceny przejrzystości spółek. Badaniem objęto spółki z 8 krajów europejskich, Stanów Zjednoczonych i Japonii.
A. Vanstraelen, M. T. Zarzeski, S. W. G. Robb ^h	2003	Indeks zbudowany na bazie wytycznych AICPA wykorzystany do badania ujawnień w raportach rocznych spółek belgijskich, holenderskich i niemieckich. Indeks ze skalą binarną (0–1).
J. Romlah, J. Sabariah, C. A. R. Mara Riduan ⁱ	2007	Wykorzystano indeks z 79 pozycjami ocenianymi na skali 0–1 do oceny jakości ujawnień w raportach rocznych spółek malezyjskich.
Y. Sumiani, Y. Haslinda, G. Lehman ^j	2007	Wykorzystano indeks z 24 pozycjami ze skalą pięciostopniową. Badano ujawnienia środowiskowe w raportach rocznych spółek malezyjskich.
M. Hossain, H. Hammami ^k	2009	Wykorzystano indeks do badania ujawnień dobrowolnych w raportach rocznych spółek katarskich. Indeks ze skalą binarną (0–1).
B. Sharifah ^l	2010	Wykorzystano indeks składający się z 94 pozycji ocenianych w skali 0–1. Badano ujawnienia środowiskowe w raportach rocznych malezyjskich spółek giełdowych.
Y. L. Cheung, P. Jiang, W. Tan ^m	2010	Wykorzystano indeks skonstruowany na podstawie wytycznych OECD dotyczących nadzoru korporacyjnego do badania poziomu ujawnień obowiązkowych i dobrowolnych w chińskich spółkach giełdowych. Badano dokumenty z różnych źródeł (raporty spółek, stronę internetową, raporty analityków).

Tab 10. (cd.)

Autor	Rok	Rodzaj indeksu, temat badania
G. K. Świdarska (red.) ⁿ	2010	Wykorzystano indeks ważony składający się z 9 obszarów tematycznych, w których sformułowano po kilkanaście pytań. Pozycje indeksu oceniano na skali: 0 – „brak informacji”, 1 – „stabo”, 2 – „średnio”, 3 – „dobrze”, 4 – „bardzo dobrze” oraz N – „nie dotyczy”. Oceniano ujawnienia w raportach rocznych 48 polskich spółek giełdowych na przestrzeni lat 2005–2007.
P. Roszkowska ^o	2011	Wykorzystano indeks ważony składający się z 4 obszarów tematycznych dotyczących raportowania społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Oceniano ujawnienia w tym obszarze 48 polskich spółek giełdowych na przestrzeni lat 2005–2007.
J. Krasodomska ^p	2014	Wykorzystano indeks binarny składający się z 15 pozycji do oceny ujawnień pozafinansowych (w sprawozdaniu z działalności) 12 banków za lata 2005–2012.

^a M. T. Zarzeski, *Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices*, "Accounting Horizons" 1996, No. 10(1), s. 18–37; ^b C. A. Botosan, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital...*; ^c CICA – Canadian Institute of Chartered Accountants, SRI International – to niezależna, badawcza organizacja non-profit; ^d F. Depoers, *A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies*, "The European Accounting Review" 2000, No. 9, s. 2; ^e S. W. G. Robb, L. E. Single, M. T. Zarzeski, *Nonfinancial Disclosures Across Anglo-American Countries...*; ^f L. Hail, *The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*, "The European Accounting Review" 2002, No. 11(4), s. 741–773; ^g S. Patel, A. Balic, L. Bwakira, N. Bradley, G. Dallas, *Transparency and Disclosure Study...*; ^h A. Vanstraelen, M. T. Zarzeski, S. W. G. Robb, *Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries*, "Journal of International Financial Management and Accounting" 2003, No. 14, s. 3; ⁱ J. Romlah, J. Sabariah, C. A. R. Mara Riduan, *Determinant factors affecting quality of reporting in annual report of Malaysian companies*, "Malaysian Accounting Review" 2007, Vol. 6, No. 2; ^j Y. Sumiani, Y. Haslinda, G. Lehman, *Environmental Reporting in a Developing Country: A Case Study on Status and Implementation in Malaysia*, "Journal of Cleaner Production" 2007, Vol. 15, s. 895–901; ^k M. Hossain, H. Hammami, *Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar*, "Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting" 2009, No. 25, s. 255–265; ^l B. Sharifah, *The Quantity and Quality of Environmental Reporting in Annual Report of Public Listed Companies in Malaysia*, "Issues in Social and Environmental Accounting", December 2010, Vol. 4, No. 2, s. 115–135; ^m Y. L. Cheung, P. Jiang, W. Tan, *A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies*, "Journal of Accounting and Public Policy" 2010, No. 29, s. 259–280; ⁿ G. K. Świdarska (red.), *Wpływ zakresu ujawnianych informacji na poprawę ochrony inwestorów oraz pozycję konkurencyjną emitentów papierów wartościowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2010; ^o P. Roszkowska, *Revolucja w raportowaniu biznesowym: interesariusze, konkurencyjność, społeczna odpowiedzialność*, Difin, Warszawa 2011; ^p J. Krasodomska, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości...*, s. 182–201;

Źródło: opracowanie własne na podstawie wymienionych pozycji literatury.

4.1.3. Podejścia do analizy ujawnień – podsumowanie

Z uwagi na brak publikowanych regularnie ocen dotyczących ujawnień i przejrzystości spółek metody subiektywne należy uznać za mało przydatne w badaniach. W przypadku metod semi-objektywnych najczęściej stosowane są metody indeksu ujawnień oraz badanie objętości tekstu (tematyczna analiza treści). Wspólną ich cechą jest konieczność określenia z góry listy zagadnień, na których temat ujawnienia będą analizowane. Obie metody mają swoje zalety i wady. Główną zaletą liczenia objętości tekstu jest łatwość zastosowania oraz większy poziom objektywizmu. Zaletą indeksu ujawnień jest natomiast możliwość oceny zarówno ilości, jak i jakości ujawnień, za cenę wyższego poziomu subiektywizmu.

Oba te podejścia do badania zawartości dokumentów są powszechnie stosowane i zdają się być akceptowane przez badaczy. Joseph i Taplin przeprowadzili badania porównujące wykorzystanie obu metod na tych samych dokumentach. Badano ujawnienia na temat zrównoważonego rozwoju i analizowano konsekwencje wyboru jednej z dwóch metod. Ostatecznie wyciągnięto wnioski, iż badanie za pomocą indeksu pozwala lepiej ocenić poziom i jakość ujawnień³⁸. Przykładowo wskazano, że wyższy poziom ujawnień przejawiający się większą ilością poruszonych zagadnień (mierzony za pomocą indeksu) nie musi przekładać się na większą objętość tekstu, co powoduje, iż przy liczeniu objętości tekstu wynik będzie zniekształcony. Marston i Shrivies zauważają, że indeksy – mimo nieuniknionego elementu subiektywnego przy ich konstrukcji i stosowaniu – są wartościowym i sprawdzonym narzędziem w badaniu ujawnień³⁹.

4.2. Metoda analizy ujawnień wykorzystana w pracy

Po rozważeniu zalet i wad omawianych metod analizy ujawnień, w niniejszej pracy zdecydowano posłużyć się indeksem ujawnień. Uznano, że w przypadku badania zawartości całego raportu, zawierającego zarówno informacje ilościowe – głównie ze sprawozdania finansowego,

38 C. Joseph, R. Taplin, *The measurement of sustainability disclosure...*

39 C. L. Marston, P. L. Shrivies, *The use of disclosure indices in accounting research...*

oraz informacje opisowe – jak wstęp do sprawozdania finansowego, czy sprawozdanie z działalności, liczenie słów, zdań czy stron rodziłyby wcześniej wspomniane trudności. Wynikałyby one przede wszystkim z konieczności ustalenia przelicznika dla wszelkich obiektów niebędących tylko tekstem (tabele, wykresy, schematy, diagramy, rysunki). Prowadzić by to mogło do zbędnego zniekształcania wyników analizy poziomu ujawnień. W raportach spółki mogą przedstawiać te same informacje w postaci tekstu albo w postaci tabeli czy schematu. Od decyzji samej spółki zależy wybór formy prezentacji danej treści. Wydaje się to mieć szczególne znaczenie w sytuacji, gdy zalecenia odnośnie do zawartości raportów wskazują na korzystanie z wielu form prezentacji informacji. Priorytetem ma być przydatność informacji dla odbiorcy, a nie forma jej prezentacji.

Ponadto w przypadku oceny objętości tekstu wyniknąłby problem podwójnego liczenia. Przykładowo część informacji ze sprawozdania finansowego jest powtarzana w sprawozdaniu z działalności w celu ich omówienia.

W celu przynajmniej częściowego uwzględnienia czytelności raportu w indeksie zawarto odpowiednią pozycję. Oceniano język raportu z punktu widzenia jego odbiorcy. Sprawdzano między innymi, czy autor raportu ma tendencję do używania niewyjaśnionych skrótów, wyrazów obcych, oraz czy język nie jest przesycony terminami fachowymi czy prawniczymi, których stosowanie utrudnia czytanie raportu. Punkty przyznawane są też za wyjaśnianie takich pojęć poprzez zamieszczanie słownika pojęć i skrótów użytych w raporcie.

W celu uwzględnienia sugestii z badania Guthrie, Petty, Yongvanich i Ricceri o lokalizacji ujawnień w raporcie, w indeksie zawarto również pozycję oceniającą układ informacji w raporcie i wszelkie ułatwienia w nawigacji po nim.

Indeks skonstruowano w sposób, który pozwala na odzwierciedlenie poprzez przyznawane punkty zarówno faktu wystąpienia danego ujawnienia, jak i jego ilości. Miało to na celu połączenie zalet obu podejść (indeksu i analizy objętości tekstu). Dokonano tego poprzez rozszerzenie skali (od 0 do 5). Zdecydowano się na takie rozwiązanie z uwagi na przyjmowane często w badaniach założenia, że ilość ujawnień przekłada się na ich jakość.

W pierwszej kolejności sprawdzano, czy dany element w ogóle występuje w raporcie, a następnie był on oceniany pod względem zawartości. Jeśli autor raportu tylko krótko odnosił się do danej kwestii, była przyznawana minimalna ilość punktów za tę pozycję. Skala od 0 do 5 jest wykorzystana między innymi do odzwierciedlenia różnic w ilości ujawnień pomiędzy spółkami, jak i między badanymi okresami. Wykorzystano tu

podejście podobne do tego z badania Robb, Single, Zarzeski⁴⁰ czy badania polskich spółek przeprowadzonego przez zespół G. K. Świdorskiej⁴¹.

W indeksie uwzględniono łącznie 90 pozycji w 10 obszarach⁴², w tym 86 pozycji punktowanych po maksymalnie 5 punktów i 4 pozycje punktowane po 10 punktów. W każdym obszarze znalazło się od kilku do kilkunastu pozycji. W przypadku braku informacji przypisywano danej pozycji wartość 0. Tym samym, minimalna wartość indeksu ujawnień wynosi 0, gdyby spółka nie ujawniła w ogóle żadnych informacji na temat zagadnień zawartych w indeksie (równoznaczne z brakiem dostępu do raportu w ogóle). Maksymalna wartość indeksu to 470 i jest możliwa do osiągnięcia w momencie ujawnienia wszystkich wskazanych w indeksie pozycji i przypisania im najlepszej oceny.

Indeks został przystosowany do możliwie uniwersalnej oceny spółek z różnych branż, czyli tak, by specyfika działalności w minimalnym stopniu determinowała możliwą do uzyskania wartość indeksu. Niemniej w pojedynczych przypadkach pewne informacje wskazane przez indeks mogą nie wystąpić w raporcie spółki lub mogą wystąpić z niskim prawdopodobieństwem⁴³.

W indeksie uwzględniono przede wszystkim wszelkie informacje, którymi zainteresowany może być inwestor obecny i potencjalny. Dotyczą one takich kwestii, jak: wyniki i sytuacja finansowa, tworzenie wartości czy ład korporacyjny. Nie pominięto jednak informacji, którymi mogą być zainteresowani wszyscy interesariusze spółki. Oceniano zatem także informacje na temat społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju.

W badaniu przeprowadzonym przez F. Depoers⁴⁴ na etapie konstruowania indeksu wyeliminowano z niego takie pozycje, których na podstawie wstępnego przeglądu raportów podlegających badaniu nie zaobserwowano. Przykładowo usunięto z indeksu pozycję dotyczącą ochrony środowiska czy ryzyka operacyjnego. Konstrukcja indeksu w niniejszej pracy była opracowana w ten sposób, by zawrzeć w nim wszelkie uznane za istotne informacje, licząc się z możliwością niewystąpienia danej pozycji w żąd-

40 S. W. G. Robb, L. E. Single, M. T. Zarzeski, *Nonfinancial Disclosures Across Anglo-American Countries...*

41 G. K. Świdorska (red.), *Wpływ zakresu ujawnianych informacji na poprawę ochrony inwestorów...*

42 Pełny wykaz obszarów indeksu, ich zakres, objaśnienie, za co przyznawano punkty, znajdują się w Załączniku 1.

43 Przykładowo mniej prawdopodobne będzie ujawnianie informacji na temat dostawców w przypadku instytucji finansowych, natomiast bardziej prawdopodobne w przypadku spółek produkcyjnych. Jednak jak wskazano w tekście, indeks jest tak skonstruowany, by takich sytuacji było możliwie najmniej.

44 F. Depoers, *A cost-benefit study of voluntary disclosure...*

nym z badanych raportów. Każda pozycja indeksu była konsekwencją jej wystąpienia w dotychczasowych badaniach lub jej podstawą były wytyczne i zalecenia, o których mowa w rozdziale drugim i trzecim. Nie oczekiwano, by w którymkolwiek przypadku wartość indeksu osiągnęła poziom maksymalny. Założono, że takie podejście pozwoli lepiej odzwierciedlić praktyki spółek w zakresie ujawnień i różnice w ich poziomie.

Większość badań, które koncentrują się na analizie poziomu ujawnień przedsiębiorstw, zajmuje się tylko ujawnieniami dobrowolnymi. W pracy indeks ujawnień zawiera pozycje, których publikacja jest obowiązkowa, jak i takie, które są zależne wyłącznie od decyzji przedsiębiorstwa. Badanie całości raportu podyktowane jest trzema przesłankami. Po pierwsze, badane są raporty publikowane w wybranych momentach na przestrzeni dwunastu lat, co w konsekwencji pozwala oczekiwać, że poziom ujawnień obowiązkowych, jak i dobrowolnych będzie się zmieniał w czasie (przede wszystkim z powodu zmian w regulacjach określających wymogi informacyjne). Po drugie, nie wszystkie informacje, których ujawnianie jest wymagane regulacjami prawnymi, faktycznie są publikowane. Po trzecie, granica między ujawnieniem dobrowolnym a obowiązkowym jest niekiedy bardzo trudna do wyznaczenia. Przykładowo spełnić wymagania zapisu „opis perspektyw rozwoju emitenta” można w różny sposób. Zadośćuczyni się powyższemu zapisowi odnosząc się do perspektyw rozwoju jednozdaniowo. Można również wyczerpująco opisać perspektywę rozwoju spółki, co również spełniać będzie wymóg przepisu. Powstaje jednak pytanie, co w przypadku, gdy dodatkowo, oprócz powyższego, w raporcie znajdują się informacje mieszczące się w zakresie „perspektyw rozwoju”, ale nie są prezentowane pod takim tytułem. Czy należy je traktować wtedy jako jedynie obowiązkowe ujawnienie spełniające powyższy zapis czy być może już jako ujawnienie dobrowolne.

4.3. Przedmiot badania

Oprócz podjęcia decyzji, którą z omówionych metod wybrać, konieczna jest odpowiedź na następujące pytania:

- Jakie dokumenty mają podlegać badaniu?
- Czy badaniu mają podlegać całe dokumenty, czy tylko ich wybrane części?
- Jakiego okresu mają dotyczyć dokumenty?
- Jakich podmiotów mają dotyczyć badane dokumenty?

4.3.1. Badane dokumenty

Badaniu podlegały następujące dokumenty publikowane przez polskie spółki giełdowe:

- Sprawozdanie finansowe za badany rok,
- Sprawozdanie zarządu z działalności,
- List prezesa zarządu,
- List przewodniczącego rady nadzorczej,
- Sprawozdanie/oświadczenie na temat stosowania zasad ładu korporacyjnego,
- Sprawozdanie z działalności rady nadzorczej,
- Sprawozdanie/oświadczenie na temat społecznej odpowiedzialności biznesu,
- Raport dla publiczności (raport marketingowy).

Do badania wykorzystano skonsolidowane sprawozdania finansowe⁴⁵, które uwzględniają wyniki i sytuację finansową spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej. Sprawozdanie zarządu z działalności, w konsekwencji, również dotyczyło działalności jednostki dominującej oraz podmiotów w grupie kapitałowej.

Badane dokumenty pochodziły z dwóch źródeł i mogły występować w różnych formach. Pierwszym i podstawowym źródłem dokumentów była strona internetowa spółki, na której zamieszczane są informacje dla inwestorów, zazwyczaj w części zatytułowanej „Relacje inwestorskie”⁴⁶. Drugim źródłem dokumentów była baza ISI Emerging Markets Information Service, w której publikowane są informacje przekazywane przez spółki do Komisji Nadzoru Finansowego poprzez system ESPI (Elektroniczny System Przekazywania Informacji⁴⁷).

Raport dla publiczności (nazywany niekiedy raportem marketingowym lub raportem w wersji marketingowej), który wymieniono na końcu powyższej listy, oznacza raport przygotowany z myślą o zewnętrznych odbiorcach (inwestorach, analitykach). Jest on generowany zgodnie z wolą spółki i może, ale nie musi, zawierać wszystkich informacji zawartych w raportach przesyłanych do KNF. Niemniej jako kierowany do szerokiej grupy odbiorców, uznany został jako mający wpływ

45 W przypadku braku skonsolidowanego sprawozdania badano sprawozdanie jednostkowe.

46 Raporty zgromadzono, jeśli były dostępne w październiku 2014 roku. Możliwość pojawienia się raportów (np. na temat społecznej odpowiedzialności) w późniejszym okresie nie została uwzględniona, z uwagi na fakt, iż decyzje uczestników rynku są podejmowane w okresie publikacji raportu rocznego, czyli w I i II kwartale.

47 Dawniej system funkcjonował pod nazwą Emitent.

na przejrzystość działalności spółki i również podlegał badaniu. Należy zwrócić uwagę, iż niektóre spółki mogą publikować na stronie internetowej zarówno wersję, która jest sporządzona dla KNF, jak i wersje kierowane do pozostałych odbiorców. Możliwa jest również sytuacja, kiedy raport przygotowany dla KNF jest jednocześnie raportem kierowanym do pozostałych odbiorców.

Informacje na temat ładu korporacyjnego mogą być publikowane zarówno jako część sprawozdania z działalności, raportu rocznego, jak i jako osobne raporty. Podobnie jest w przypadku informacji na temat społecznej odpowiedzialności biznesu oraz zrównoważonego rozwoju.

Na poziom przejrzystości działania spółek wpływa szereg publikacji generowanych przez samą spółkę, jak i podmioty wobec niej zewnętrzne i niezależne (analitycy, domy maklerskie). Badaniu podlegały tylko te dokumenty, które są sporządzane przez spółkę i na których zawartość spółka ma wpływ. W analizie pominięto więc raport biegłego rewidenta⁴⁸.

Wśród raportów publikowanych przez spółki giełdowe, jak wspomniano w rozdziale drugim, można wymienić raporty okresowe (roczne, kwartalne) i raporty bieżące. Zdecydowano się analizować tylko raporty roczne, ponieważ stanowią one najobszerniejsze źródło informacji na temat działalności spółki w danym roku, a ich zawartość nie może być sprzeczna z informacjami publikowanymi w raportach kwartalnych oraz bieżących. Raport roczny uznawany jest jako jedno z podstawowych źródeł informacji o spółce i jej działalności⁴⁹. Można również uznać, że jest on najbardziej dostępnym źródłem informacji. Niektórzy autorzy postrzegają raport roczny jako środek komunikowania z interesariuszami oraz kreowania obrazu przedsiębiorstwa w otoczeniu⁵⁰.

W dobie internetu część informacji, zwłaszcza ujawnianych dobrowolnie, jest publikowana na stronie internetowej i nie zawsze włączana do raportów rocznych. Uwzględnienie tych informacji w badaniu ujawnień byłoby utrudnione lub wręcz niemożliwe w przypadku badania dotyczącego więcej niż jednego okresu (roku, kwartału, miesiąca). Nie ma bowiem możliwości zbadania przeszłej zawartości strony internetowej,

48 W przeprowadzonym badaniu wszystkie spółki w badanych okresach prezentowały opinię z raportem biegłego rewidenta.

49 C. Botosan, *Disclosure level and the cost of equity capital*, "The Accounting Review" 1997, Vol. 72, No. 3, s. 323–349.

50 J. Guthrie, R. Petty, *Intellectual capital: Australian annual reporting practices*, "Journal of Intellectual Capital" 2000, Vol. 1, Issue 3, s. 241–251; M. Marcinkowska, *O uczciwą komunikację spółki z interesariuszami*, [w:] St. Wilmańska-Sosnowska (red.), *Rola nauk o zarządzaniu w kreowaniu społeczeństwa opartego na wiedzy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.

możliwa jest tylko obserwacja treści aktualnej⁵¹. Ponadto badania potwierdziły, że wiarygodność raportu rocznego jest wyższa niż informacji na stronie internetowej⁵².

Wybór sprawozdań i raportów rocznych jako przedmiotu badania jest także motywowany wynikami badań, które pokazują, iż poziom ujawnień w raporcie rocznym jest pozytywnie skorelowany z zakresem ujawnień dostarczanych poprzez pozostałe media⁵³, a tym samym badacze uznają poziom ujawnień w raporcie rocznym jako dobry wskaźnik ogólnego poziomu ujawnień danego podmiotu⁵⁴.

4.3.2. Badane spółki

Przedmiotem badania są dokumenty publikowane przez spółki publiczne, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) S.A. w Warszawie. Badaniu podlegały publikacje 18 największych pod względem wartości (kapitalizacji) oraz obrotów (płynności) spółek giełdowych. Akcje tych spółek wchodziły w 2001 roku w skład indeksu WIG20 lub znajdowały się na liście rezerwowej indeksu WIG20⁵⁵ w 2001 roku. WIG20 to indeks typu cenowego⁵⁶, a obrót akcjami spółek wchodzących w jego skład to ponad połowa całego obrotu akcjami na rynku głównym⁵⁷. Fakt, iż na spółki z WIG20 przypada tak znaczna część obrotu akcjami rynku głównego, był jednym z powodów ich wyboru. Spośród spółek tych wybrano te, które kontynuowały działalność przynajmniej do roku 2014, a ich akcje notowane są na GPW przynajmniej do momentu publikacji raportu za rok 2013. Celem takiego postępowania było umożliwienie obserwacji zmian poziomu ujawnień tych

51 Obecnie obserwuje się wyraźny trend zmiany nośnika informacji w kierunku interaktywnych stron internetowych, gdzie dostęp do raportu rocznego jest możliwy poprzez urządzenia umożliwiające przeglądanie stron WWW.

52 Department for Business, Innovation and Skills, *The Future of Narrative Reporting – A Consultation*, United Kingdom, 2010, <http://www.bis.gov.uk/Consultations/the-future-of-narrative-reporting-a-consultation> [dostęp 27.01.2015].

53 M. Lang, R. Lundholm, *Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures...*; C. Botosan, *Disclosure level and the cost of equity capital...*

54 C. Botosan, *Disclosure level and the cost of equity capital...*

55 Szerzej na temat procedur ustalania wartości indeksu, jego składu i rewizji, usuwania i dodawania spółek do portfela indeksu w: http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/opis_indeksow/WIG20/WIG20opis.pdf [dostęp 27.01.2015].

56 http://www.gpw.pl/opis_indeksu_WIG20 [dostęp 27.01.2015].

57 Udział obrotu akcjami spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 przekracza okresami 70% całego obrotu na rynku akcji, http://www.gpw.pl/statystyki_tygodniowe_wig20 [dostęp 27.01.2015].

samych spółek w czasie. Nie wyklucza to zatem możliwości, że spółka, która wchodziła w skład indeksu w roku 2001, 2005, 2009 lub 2013, nie była już jego składnikiem. Badaniu podlegały dokumenty spółek, które prezentuje tabela 11.

Tabela 11. Lista badanych spółek

L.p.	Nazwa spółki	Symbol giełdowy	Obszar działania
1.	Agora SA	AGO	wydawanie gazet
2.	Bank BPH SA	BPH	działalność bankowa
3.	Bank Handlowy w Warszawie SA	BHW	działalność bankowa
4.	Bank Millennium SA	MIL	działalność bankowa
5.	Bank Pekao SA	PEO	działalność bankowa
6.	Bank Zachodni WBK SA	BZW	działalność bankowa
7.	BRE Bank SA	BRE	działalność bankowa
8.	Budimex SA	BDX	budownictwo ogólne i inżynieria lądowa
9.	Comarch SA	CMR	doradztwo w zakresie oprogramowania i dostarczanie oprogramowania
10.	Firma Oponiarska Dębica SA	DBC	produkcja gumowych opon i dętek
11.	Grupa Kęty SA	KTY	przetwarzanie aluminium i jego stopów
12.	ING Bank Śląski SA	BSK	działalność bankowa
13.	KGHM Polska Miedź SA	KGH	kopalnictwo rud metali nieżelaznych, produkcja miedzi i metali szlachetnych
14.	Mostostal Export SA	MSX	wykonywanie robót ogólnobudowlanych związanych ze wznoszeniem budynków
15.	Netia SA	NET	telekomunikacja
16.	Orbis SA	ORB	hotele i motele z restauracjami
17.	Polski Koncern Naftowy ORLEN SA	PKN	wytwarzanie produktów rafinacji ropy naftowej
18.	Telekomunikacja Polska SA	TPS	telekomunikacja

Źródło: opracowanie własne.

Dotychczasowe badania raportów spółek w innych krajach wykazują pozytywną korelację poziomu ujawnień z rozmiarem spółki⁵⁸. Wybrano 18 największych spółek giełdowych w Polsce w 2001 roku. Nie eliminuje to jednak różnic w ich rozmiarze mierzonych kapitalizacją czy wartością księgową. Może to więc mieć wpływ na poziom ujawnień. Jednak, jak zauważają Guthrie i Petty, należy oczekiwać, że w przypadku największych spółek giełdowych, każda z nich ma odpowiednie środki i możliwości, by dbać o wysoki poziom ujawnień w swoich raportach. Pozwala to uznać, iż różnice w rozmiarze spółek nie są istotne jeśli chodzi o ich znaczenie dla poziomu generowanych przez nie ujawnień.

4.3.3. Badany okres

Badaniu podlegały dokumenty spółek za lata 2001, 2005, 2009 oraz 2013. Odpowiednie sprawozdania i raporty były podawane do publicznej wiadomości na przełomie I i II kwartału roku 2002, 2006, 2010, 2014. Wybór tych okresów umożliwił analizę zmian w ujawnieniach spółek giełdowych, jakie miały miejsce na przestrzeni dwunastu lat.

W roku 2001, jak wspomniano w rozdziale pierwszym, miały miejsce znamienne skandale księgowe (między innymi afera Enronu) zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie, które podważyły zaufanie inwestorów do rynku kapitałowego. Od tego momentu na całym świecie zintensyfikowano prace nad doskonaleniem procesu informowania odbiorców o sytuacji i wynikach działalności spółek giełdowych. Podjęto szereg inicjatyw mających na celu zwiększenie przejrzystości spółek giełdowych.

Wskutek prowadzonych na całym świecie prac, promowania dobrych praktyk oraz wdrażania nowych regulacji, można było oczekiwać, że w 2005 roku poziom ujawnień spółek giełdowych będzie wyższy niż w roku 2001. Powinno to mieć przełożenie także na polskie spółki z uwagi na członkostwo w Unii Europejskiej i wprowadzane przez nią regulacje i zalecenia, o których mowa w rozdziale drugim. Rok 2005 to także pierwszy z okresów sprawozdawczych, za który skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek publicznych obligatoryjnie sporządzane są według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej i Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. Wpłynęło to na zakres informacji w sprawozdaniu finansowym.

58 R. Gray, R. Kouhy, S. Lavers, *Corporate social and environmental reporting a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure*, "Accounting, Auditing and Accountability Journal" 1995, Vol. 8, No. 2, s. 47–77.

Lata 2009 oraz 2013 pozwoliły na obserwację dalszej ewolucji raportowania spółek giełdowych oraz analizę zmian poziomu przejrzystości. W tych okresach w raportach w coraz większym stopniu znalazły odzwierciedlenie tendencje związane ze społeczną odpowiedzialnością biznesu i zrównoważonym rozwojem.

4.4. Procedura badawcza

Badanie przebiegało w kilku etapach. Pierwszym etapem było zebranie dokumentów spółek za badane okresy. W większości przypadków raporty za lata 2005, 2009 i 2013 dostępne były na stronach internetowych spółek. Dokumenty za rok 2001 pochodziły głównie z ESPI. Zebrane dokumenty danej spółki były następnie w całości czytane, a zawarte w nich informacje przyporządkowywane do odpowiednich pozycji z indeksu (o ile było to możliwe). W dalszej kolejności przyznawana była ocena danej pozycji w skali od 0 do 5.

Każdy raport analizowano dwukrotnie. Najpierw czytany był cały raport wraz z towarzyszącymi mu dokumentami (względnie czytane były wszystkie jego części, jeśli był podzielony na sprawozdanie finansowe, sprawozdanie z działalności, inne sprawozdania). Zawartość raportu była sprawdzana pod względem możliwości przyporządkowania fragmentów ujawnień do poszczególnych pozycji indeksu, a następnie oceniana.

Po ocenie wszystkich raportów dokonano procesu rewizji przyznanych punktów. Analizowano kolejno pojedyncze pozycje indeksu i sprawdzano liczbę przyznanych punktów dla wszystkich spółek. Celem tego zabiegu było otrzymanie jak najbardziej porównywalnych wyników i ocen tej samej pozycji indeksu u wszystkich spółek.

Za niektóre pozycje indeksu w wybranych okresach wszystkie spółki otrzymywały punkty, co wynikało z wymogów prawnych (na przykład opis polityki rachunkowości). Pozostała część pozycji indeksu była punktowana w przypadku wystąpienia informacji odpowiadające danej kategorii indeksu.

Z uwagi na obszerność raportów oraz różny ich układ, możliwa była sytuacja, kiedy właściwe dla danej pozycji indeksu informacje znajdowały się w kilku różnych lokalizacjach.

4.5. Charakterystyka raportów badanych spółek

Do badania wykorzystano raporty roczne 18 wybranych spółek. Badane raporty występowały w formie elektronicznej w postaci pojedynczego pliku lub w postaci zestawu oddzielnych plików. Jak już wcześniej wspomniano, raporty publikowane przez spółki giełdowe są przede wszystkim przygotowywane ze względu na obowiązki informacyjne i w oparciu o regulacje, a następnie przedkładane Komisji Nadzoru Finansowego⁵⁹ oraz udostępniane publicznie. Nie wyłącza to jednak możliwości przygotowania przez spółkę oddzielnego raportu skierowanego bezpośrednio do zainteresowanych stron z otoczenia (akcjonariusze, społeczeństwo). Zdarza się również, że spółka w raporcie do KNF zawiera więcej informacji niż jest to wymagane i jednocześnie kieruje jedną wersję raportu do KNF oraz drugą bezpośrednio do akcjonariuszy. Raport jest tu rozumiany jako zestaw dokumentów zawierających sprawozdanie finansowe oraz sprawozdanie z działalności wraz z ewentualnymi dodatkowymi elementami (list prezesa zarządu, list przewodniczącego rady nadzorczej, sprawozdanie/oświadczenie na temat stosowania zasad ładu korporacyjnego, sprawozdanie z działalności rady nadzorczej, sprawozdanie/oświadczenie na temat społecznej odpowiedzialności biznesu, zrównoważonego rozwoju, raport zintegrowany, raport dla publiczności). Mowa tu o raporcie, ponieważ spółki w różny sposób publikują powyższe informacje. Jedne integrują wszystkie elementy w pojedynczym dokumencie, inne prezentują je oddzielnie.

W przypadku publikowania więcej niż jednej wersji raportu, najczęściej wydawana jest tak zwana wersja marketingowa raportu. Jest ona zwykle kierowana do akcjonariuszy bądź potencjalnych inwestorów, a od raportu przedkładanego KNF różni się najczęściej przede wszystkim formą prezentacji informacji. Wykorzystywane są tu elementy ułatwiające lub uatrakcyjniające przekaz (stosowanie koloru, zdjęć, rysunków). Poza formą prezentacji mogą wystąpić także różnice w zakresie ujawnianych informacji (może on być węższy lub szerszy). Niektóre podmioty publikują jedną wersję raportu, integrując informacje spełniające wymogi regulacji, jak i dodatkowe elementy, które zwykle znalazłyby się w raporcie marketingowym. Opisany w poprzednich rozdziałach trend ku raportowaniu zintegrowanemu powoduje, że dodatkowa wersja raportu może być kierowana do szerokiego grona odbiorców i jednocześnie może

59 Do 2006 roku dokumenty przedkładano KPWiG (Komisja Papierów Wartościowych i Giełd). KNF (Komisja Nadzoru Finansowego) przejęła następnie zadania tego organu.

pełnić rolę wersji marketingowej raportu. W przypadku badanych spółek takie raporty pojawiły się w roku 2013.

W tabeli poniżej zestawiono wybrane cechy charakteryzujące raporty badanych spółek. Wyszczególniono, czy spółka w danym roku publikowała w formie odrębnego raportu lub oddzielnego rozdziału informacje poświęcone: społecznej odpowiedzialności biznesu, zrównoważonemu rozwojowi, łaadowi korporacyjnemu, sprawozdaniu z działalności rady nadzorczej. Wskazano także, czy spółka w danym roku publikowała raport w języku angielskim. Należy podkreślić, że mogły to być zarówno oddzielne dokumenty, jak i rozdziały czy podrozdziały innej publikacji (np. sprawozdania z działalności)

W 2001 roku publikacji raportów wszystkich badanych spółek nie towarzyszyły żadne dodatkowe elementy wskazane w tabeli: informacje na temat odpowiedzialności społecznej, ładu korporacyjnego czy sprawozdanie rady nadzorczej.

W 2005 roku pojawiły się w nielicznych przypadkach pozostałe elementy, których nie stwierdzono w 2001 roku. Fakt pojawienia się dodatkowych informacji w oddzielnych raportach lub rozdziałach pozwala wstępnie przypuszczać, iż zakres informacji w raportach się zwiększył w porównaniu z rokiem 2001. Przede wszystkim pojawiły się pierwsze wyodrębnione ujawnienia na temat społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Nie zawsze kryły się one pod takim określeniem, ale były to informacje jednoznacznie dedykowane takim zagadnieniom, jak: dialog, relacje z otoczeniem, działania na rzecz otoczenia, misja społeczna czy problematyka wpływu na środowisko naturalne.

W roku 2009 każda spółka prezentowała informacje z zakresu ładu korporacyjnego. 10 spółek publikuje w oddzielnym rozdziale lub raporcie informacje na temat społecznej odpowiedzialności, zrównoważonego rozwoju, podczas gdy w roku 2005 było takich spółek tylko 7.

W roku 2013 ponownie wszystkie podmioty publikują dane na temat ładu korporacyjnego. Zwiększa się liczba ujawnień na temat odpowiedzialności społecznej – publikujących jednostek jest 15.

Warto zauważyć, że w przypadku informacji dotyczących nadzoru korporacyjnego oraz społecznej odpowiedzialności nie ma ani jednej spółki, która w okresie późniejszym rezygnowałaby z ujawnień w danym obszarze. W przypadku raportu w wersji angielskiej taka sytuacja natomiast ma miejsce (Comarch). Brak ciągłości publikacji dotyczy także sprawozdań z działalności rady nadzorczej – niektóre spółki przestają je publikować.

Tabela 12. Charakterystyka raportów spółek za lata 2001, 2005, 2009, 2013

Symbol spółki	SOB/ZR				Ład korporacyjny				RN				ANG			
	'01	'05	'09	'13	'01	'05	'09	'13	'01	'05	'09	'13	'01	'05	'09	'13
AGO								■			■	■	■	■		■
BDX		■	■	■								■				■
BHW				■									■	■	■	■
BPH			■	■		■							■	■	■	■
BRE				■										■	■	■
BSK			■	■									■	■	■	■
BZW		■	■	■							■		■	■	■	■
CMR			■	■							■	■	■			
DBC		■	■	■										■	■	■
KGH		■	■	■										■	■	■
KTY				■											■	■
MIL		■	■	■									■	■	■	■
MSX										■	■	■				
NET				■						■	■	■	■	■	■	■
ORB													■	■	■	■
PEO		■	■	■										■	■	■
PKN		■	■	■									■	■	■	■
TPS				■										■	■	■

SOB/ZR – raport, oddzielna sekcja, rozdział na temat odpowiedzialności społecznej, zrównoważonego rozwoju; Ład korporacyjny – rozdział, sekcja, raport na temat Ładu korporacyjnego; RN – sprawozdanie rady nadzorczej; ANG – raport w języku angielskim.

Źródło: opracowanie własne.

4.6. Uwagi do zawartości raportów rocznych

W trakcie badania raportów rocznych wybranych 18 spółek w celu określenia wartości indeksu ujawnień możliwa była obserwacja zmian, różnic w kształcie i zawartości raportów rocznych. Zmiany te mogły być powodowane kilkoma czynnikami, w tym między innymi:

- zmieniającymi się wymogami prawnymi,
- zmieniającymi się oczekiwaniami otoczenia,
- zmieniającą się polityką informacyjną spółek, tj. różnymi decyzjami podejmowanymi przez przygotowujących raporty co do sposobu, w jaki zostaną wypełnione wymogi prawne, oraz decyzjami w zakresie informacji ujawnianych dobrowolnie.

Jednym z głównych wniosków po analizie zawartości raportów badanych spółek jest fakt wyraźnego zwiększania zakresu informacji ujawnianych w raportach rocznych spółek. Spółki publikują więcej informacji na poszczególne tematy, a ponadto dodatkowo rozszerzają zawartość raportów o nowe zagadnienia.

Analiza zawartości raportów rocznych pozwoliła zidentyfikować obszary, w których występowały wyraźne niedociągnięcia, a także te, w których wprawdzie spełnione były wymogi prawne, ale zalecana byłaby poprawa poziomu ujawnień. Rozpatrywanymi obszarami raportu są:

- Informacje ze sprawozdania finansowego:
 - polityka rachunkowości,
 - noty objaśniające do sprawozdania finansowego.
- Informacje z pozostałych elementów raportu rocznego:
 - komentarz zarządu, sprawozdanie z działalności,
 - informacje o spółce, rynku i jej otoczeniu,
 - strategia,
 - informacje prospektywne,
 - ład, nadzór korporacyjny,
 - struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje,
 - ryzyko,
 - wyniki i tworzenie wartości,
 - interesariusze, relacje z otoczeniem,
 - czytelność raportu.

Spostrzeżenia i uwagi do powyższych obszarów mogą być zarazem źródłem, jak i podstawą formułowania kierunków dalszych badań lub prac właściwych organów odpowiedzialnych za lub mających wpływ na kształtowanie polityki informacyjnej spółek giełdowych.

4.6.1. Obszar I – Informacje ze sprawozdania finansowego

W przypadku sprawozdania finansowego istotnym czynnikiem kształtującym jego zawartość było przejście z prezentacji sprawozdania według polskich przepisów rachunkowości na MSR/MSSF.

4.6.1.1. Polityka rachunkowości

Uogólniając, opis polityki rachunkowości był w każdym kolejnym badanym okresie coraz szerszy. Nie oznacza to jednak, że w roku 2009 czy 2013 spółki publikowały wystarczający zakres informacji.

W raportach dotyczących 2001 roku opis polityki rachunkowości był zwykle bardzo krótki i zdawkowy. Więcej informacji prezentowały spółki na temat zasad ujmowania aktywów i pasywów niż na temat ujmowania przychodów i kosztów. Nie odnosiły się jednak do wszystkich pozycji wykazanych w sprawozdaniu finansowym (bilansu czy rachunku zysków i strat). Pomijane były przykładowo składniki kapitału własnego. Niektóre spółki informując o zasadach ujmowania przychodów i kosztów, ograniczały się do kilku zdań. Bardzo często były to teksty, które dosłownie powielały zapisy aktów prawnych. W wyniku takiego postępowania opisy polityki rachunkowości różnych spółek zawierały często w dużym stopniu identyczne treści, co uniemożliwiało poznanie różnic w faktycznie stosowanej polityce rachunkowości. Opis zasad amortyzacji w raportach za 2001 rok ograniczał się często do stwierdzenia, że stawki wynikają z przepisów podatkowych. Bardzo niski poziom ujawnień odnotowano także w obszarze aktywów i zobowiązań finansowych. Tylko pojedyncze spółki odnosiły się w polityce rachunkowości do takich zagadnień jak zarządzanie ryzykiem czy ujmowanie pozycji wynikających z umów leasingu.

W raportach dotyczących 2005 roku można było zaobserwować wyraźne zwiększenie ilości prezentowanej informacji w zakresie polityki rachunkowości. Poprawie uległ przede wszystkim opis zasad ujmowania i wyceny aktywów i zobowiązań. Spółki zwykle publikowały definicje parametrów wyceny (cena nabycia, wartość godziwa), co nie miało miejsca w 2001 roku, choć ponownie należy podkreślić, że były to często powielone zapisy regulacji.

Wyraźnej poprawy nie zaobserwowano w przypadku opisu zasad ujmowania przychodów i kosztów, który pozostawał w niektórych przypadkach na poziomie z 2001 roku. Zdarzały się także przypadki, że zakres tych informacji był w 2005 roku mniejszy niż w 2001. Przykładowo jedna ze spółek (KGHM) ograniczyła się do prezentacji zasad ujmowania tylko przychodów, pomijając koszty. Podobnie jak w roku 2001, spółki

w opisie polityki rachunkowości nie odnosiły się do wszystkich pozycji przychodów i kosztów z rachunku zysków i strat. Przykładowo, nie odnoszono się do pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych oraz przychodów i kosztów finansowych.

W 2005 roku wyraźnemu zwiększeniu poziomu ujawnień uległ obszar dotyczący aktywów i zobowiązań finansowych. Przedstawiona zwykle była klasyfikacja tych pozycji oraz sposoby ich wyceny. Spółki odnosiły się do kwestii rachunkowości zabezpieczeń oraz instrumentów pochodnych. Niemniej zdarzył się przypadek spółki (Dębica), która publikowała dołącznie takie same informacje w tym obszarze co w roku 2001.

Porównując opis polityki rachunkowości z **roku 2009** do opisu z roku 2005, nie odnotowano znacznych zmian czy zdecydowanej poprawy poziomu ujawnień. W przypadku zasad ujmowania aktywów i pasywów opis ulegał niewielkiemu rozszerzeniu lub pozostawał na poziomie z roku 2005. W zakresie przychodów i kosztów również obserwowano podobną tendencję. Nadal zdarzały się spółki, które odnosiły się tylko do wybranych pozycji z rachunku zysków i strat. Opis dotyczący aktywów i zobowiązań finansowych zwykle ulegał niewielkiemu rozszerzeniu, ale w wielu przypadkach pozostał na poziomie z roku 2005.

W **roku 2013** w porównaniu z rokiem 2009 ujawnienia na temat polityki rachunkowości pozostały na podobnym poziomie. W nielicznych tylko przypadkach zaobserwowano szerszy ich zakres. Często opis polityki rachunkowości w 2013 roku był w przeważającej części dosłownym powtórzeniem treści z 2009 roku. Interesujący wydaje się fakt, iż w przypadku niektórych spółek opis polityki rachunkowości z roku 2013 powielał zapis z 2009, a treść z 2009 pokrywała się w przeważającej części z tekstem z roku 2005. Sugeruje to, że opis polityki rachunkowości mógł w znacznym zakresie nie zmienić się przez osiem lat.

Istotnym elementem, o którym należy wspomnieć, jest kwestia szacunków i profesjonalnego osądu. Należy podkreślić, że już w roku 2001 roku niektóre spółki odnosiły się do tego zagadnienia. Najczęściej opisywanym elementem było ustalanie wielkości rezerw na świadczenia emerytalne, gdzie niektóre spółki prezentowały parametry uwzględniane przy kalkulacji ich wysokości. Trzeba jednak zastrzec, że biorąc pod uwagę liczbę pozycji sprawozdania, które mogą lub opierają się na szacunkach (między innymi amortyzacja, utrata wartości, wartość godziwa, rezerwy), poziom ujawnień był bardzo niski. W raportach dotyczących roku 2005 sytuacja uległa poprawie. Wiele spółek przynajmniej wskazywało pozycje, których wartość opiera się na szacunkach. Niektóre z nich podawały jednocześnie parametry uwzględniane przy ich wycenie. Nieliczne spółki informowały zdawkowo o modelach wyceny instrumentów pochodnych. Wyjątkiem była spółka, która publikowała relatywnie dużo informacji

na temat założeń modeli wyceny, wartości parametrów w nich użytych oraz prognozowanych wartości parametrów wykorzystanych w modelu. Ujawnienia w roku 2009 nie uległy wyraźnej poprawie. Wiele spółek pozostawiło ujawnienia na poziomie z roku 2005. Nadal jednak zdarzały się przypadki, iż spółka jedynie stwierdzała fakt korzystania z szacunków i podkreślała, że mogą one wpływać na pozycje sprawozdania. Innym wyjaśnieniem było stwierdzenie, iż szacunki dokonywane są w oparciu o wartości historyczne lub doświadczenie pracowników. W roku 2013 tylko jedna spółka (Orlen) opublikowała dodatkowe wyjaśnienia na temat ustalania szacunków, pozostałe podmioty w zasadzie utrzymały opis zagadnienia na tym samym poziomie co w roku 2009.

Spółki w opisach polityki rachunkowości nie prezentowały żadnego uzasadnienia wyboru określonych metod wyceny pozycji sprawozdania finansowego (w przypadku pozycji, dla których wybór taki jest możliwy). Żadna ze spółek w żadnym z badanych okresów nie ujawniała przyjętego w danym podmiocie poziomu istotności, który wyznacza próg wartości, poniżej którego wielkość pozycji nie jest ujawniana.

W podsumowaniu powyższych spostrzeżeń należy zauważyć, że opis polityki rachunkowości uległ znaczącej poprawie przede wszystkim w raportach dotyczących roku 2005 w porównaniu do roku 2001. W raportach dotyczących roku 2009 korzystne zmiany występowały w znacznie mniejszym stopniu. W roku 2013 można mówić o utrzymaniu poziomu ujawnień z roku 2009. Z uwagi na powyższe zastrzeżenia można wnioskować, że opis polityki rachunkowości wykazuje pewne braki i w dalszym ciągu nie jest w pełni satysfakcjonujący, głównie z powodu niewystarczających ujawnień na temat zasad dokonywania szacunków.

4.6.1.2. Noty objaśniające

Noty do sprawozdania finansowego są podstawową jego częścią, ponieważ zawierają wszelkie objaśnienia do pozycji bilansu, rachunku zysków i strat czy rachunku przepływów pieniężnych.

W przypadku sprawozdań za 2001 rok, gdy nie było jeszcze obowiązku przygotowania sprawozdania zgodnie z MSR/MSSF, dostrzec można znaczną zbieżność kształtu sprawozdania finansowego wśród badanych spółek. W badanych spółkach informacje w notach prezentowane są w tym samym układzie. Występuje wysoka regularność w numeracji i kolejności not objaśniających. Noty przedstawiano w formie tabel, których budowa w każdej spółce była identyczna lub bardzo podobna. Poziom ich szczegółowości był w większości przypadków identyczny, co powodowało, że poziom dezagregacji pozycji sprawozdania finansowego nie był zróżnicowany. Obszarem, w którym spółki mogły różnicować swoje

sprawozdanie, były dodatkowe opisy do not, i to one miały główny wpływ na potencjalne różnice w ocenie poziomu ujawnień. Należy podkreślić, że wspomniana zbieżność czy regularność sposobu prezentacji była zachowana niezależnie od formy, w jakiej prezentowano sprawozdanie finansowe (plik arkusza kalkulacyjnego, pliki tekstowe, plik pdf). Niezwykle istotny wydaje się być fakt, że każda spółka prezentowała pełen szablon not objaśniających, nawet w przypadku gdy dana nota nie była wypełniana. Wbrew pozorom może to mieć istotne znaczenie dla odbiorcy, ponieważ w takim przypadku spółka wprost informuje, iż dane pozycje nie występowały. Jak zostanie to opisane poniżej, w przypadku większej dowolności prezentacji not do sprawozdania i braku jakiegokolwiek wzoru, szablonu, to spółka decyduje, czy daną informację ujawniać czy nie. Jeśli przykładowo uzna, że dana informacja jest mało istotna, może ją włączyć do innej pozycji lub przedstawić w pozycji „pozostałe”. W sytuacji funkcjonowania szablonu, wzoru, taka decyzja prawdopodobnie nie miałaby miejsca.

W przypadku sprawozdań za 2005 rok i okresy późniejsze omówionej wyżej regularności i zbieżności struktury not nie da się zaobserwować. Zarówno układ, jak i nazewnictwo not, ich zawartość, kolejność, poziom szczegółowości oraz liczba są zróżnicowane, co utrudnia porównywanie raportów różnych spółek. Raportujące podmioty korzystają z tego, że brakuje szablonu, wobec tego dowolnie kształtują strukturę i formę przedstawienia not do sprawozdania finansowego.

Zakres informacji w notach był w 2005 roku na ogół wyższy niż w roku 2001. Między rokiem 2009 i 2005 stwierdzono brak lub jedynie niewielkie zmiany. Wart zauważenia jest fakt, że w latach 2005 i 2009, wraz z przejściem na MSR/MSSF, część informacji przestała być ujawniana. Dotyczy to prezentowania struktury terminowej, walutowej należności i zobowiązań. W roku 2001 publikowała to każda spółka. W latach 2005, 2009 zdarzały się spółki, które ograniczyły zakres omawianych ujawnień. Raporty za rok 2013 cechują się jeszcze mniejszym zakresem tych ujawnień.

Obszar, w którym odnotowano wyraźną poprawą w porównaniu do roku 2001, stanowiły **informacje dotyczące aktywów i zobowiązań finansowych**. Należy jednocześnie zaznaczyć, że ujawnienia w latach 2005 i 2009 były na zbliżonym poziomie. Także w roku 2013 nie zanotowano żadnych istotnych zmian w tym zakresie.

Noty objaśniające do rachunku przepływów pieniężnych pojawiały się za każdym razem w sprawozdaniach za rok 2001. W latach 2005, 2009 oraz 2013 wiele spółek utrzymało poziom objaśnień z roku 2001. Zdarzały się jednak spółki, które ograniczyły lub wręcz zaprzestały prezentacji objaśnień do rachunku przepływów pieniężnych. Należy także zauważyć, że żadna ze spółek w czterech badanych okresach nie

zdecydowała się przedstawić rachunku przepływów pieniężnych za pomocą metody bezpośredniej.

Wartym odnotowania zjawiskiem wydaje się być kwestia objaśniania pozycji „**pozostałe, inne**” (na przykład pozostałe aktywa, inne przychody). Są to najczęściej pozycje, do których przyporządkowuje się te elementy, których nie da się przypisać do innych pozycji sprawozdania. W przypadku gdy ich wartości są relatywnie niskie (na przykład 1%, 5% sumy przychodów lub aktywów – zależnie od przyjętego w polityce rachunkowości poziomu istotności), zaniechanie ich objaśniania może być uzasadnione. Żadna ze spółek nie przedstawiła w ani jednym z okresów wyjaśnienia zawartości wszystkich pozycji tego typu. Zdarzały się jednak przypadki, gdy nie wyjaśniano pozycji „pozostałe”, która stanowiła znaczną część pozycji nadrzędnej. Do roku 2013 nie wystąpiły w tym obszarze istotne pozytywne zmiany.

Sprawozdawczość według segmentów operacyjnych została wprowadzona do sprawozdań finansowych wraz z wejściem MSR/MSSF, czyli od 2005 roku (poza przypadkami, kiedy spółka dobrowolnie zastosuje MSR/MSSF). Niektóre spółki jednak już w 2001 roku publikowały informacje na temat segmentów działalności (niekoniecznie zgodnie z MSR/MSSF). Poziom ujawnień w tym obszarze w latach 2005 i 2009 należy uznać za zbliżony. W roku 2013 w wielu spółkach zaobserwowano ograniczanie zakresu prezentowanych informacji – głównie na temat składników wyniku finansowego.

Przejsie na MSR/MSSF w 2005 roku okazało się mieć bardzo istotne znaczenie dla kształtu sprawozdania finansowego. Od tego momentu sprawozdania poszczególnych spółek zaczęły się różnić. Należy jednak zaznaczyć, że niektóre spółki zachowały kształt sprawozdania finansowego z roku 2005 do 2009, a nawet do 2013 w zasadniczo niezmienionej formie. Przeciętny poziom ujawnień w notach uległ poprawie, ale zdarzały się obszary, gdzie ujawnienia w okresach późniejszych były ograniczane.

4.6.2. Obszary II-X – pozostałe elementy raportu rocznego

Głównym źródłem informacji obok sprawozdania finansowego jest sprawozdanie z działalności, które ma za zadanie je uzupełniać i stanowić dla niego kontekst. Jak już wcześniej wspomniano, spółki mogą przygotować jedną lub więcej wersji raportu. Analizie poddawane były zawsze wszystkie dostępne wersje raportu rocznego. Bardzo często zakres informacji wykazanych w wersji raportu dla publiczności (wersji marketingowej) pokrywał się w pełni z zakresem wersji przekazywanej do KNF.

Głównymi zmianami obserwowanymi w raporcie dla publiczności, w porównaniu do wersji KNF, były:

- zmiana kolejności podawania informacji,
- „wyższa” jakość elementów graficznych (schematów, tabel, wykresów itp.),
- wyróżnianie tekstu, stosowanie kolorów, zdjęć itp.

Zmiany powyższe dotyczą więc jedynie formy prezentacji informacji, a nie jej zakresu. Niektóre spółki tworzą raport dla publiczności poprzez przykładowe zestawienie w jednym dokumencie sprawozdania finansowego, sprawozdania z działalności, opinii i raportu biegłego rewidenta, listu prezesa do akcjonariuszy.

W przypadku spółek, które publikują dwie wersje raportu i zakres informacji w nich przedstawiony jest inny, mogą mieć miejsce następujące przypadki:

- raport dla publiczności jest rozszerzeniem sprawozdania z działalności – większość informacji w raporcie dla publiczności jest zwykle powielona ze sprawozdania z działalności. Rozszerzenie może polegać na zawarciu dodatkowego tekstu lub elementów graficznych (wykresy, tabele, schematy, zdjęcia),
- raport dla publiczności jest zdecydowanie krótszy od raportu dla KNF – zawiera tylko wybrane informacje. Skróceniu podlegać może zarówno sprawozdanie finansowe, jak i sprawozdania z działalności.

Należy podkreślić fakt, że spółki, które publikują dwie wersje raportu rocznego, nie informują, do kogo jest adresowana druga wersja (ogólnie nazwana w pracy wersją dla publiczności) – czy odbiorcą jest szeroka grupa interesariuszy z akcjonariuszami włącznie, czy też są to klienci, pracownicy, społeczność lokalna⁶⁰. Wydaje się to być szczególnie istotne w przypadku, gdy wersja dla publiczności prezentuje znacznie węższy zakres informacji. Jedynie raporty zintegrowane czy zrównoważonego rozwoju (których pojedyncze przypadki wystąpiły w roku 2013) nie rodzą wątpliwości co do ich odbiorców – prezentują one z założenia informacje mogące zainteresować szerokie grono interesariuszy.

4.6.2.1. Komentarz zarządu, sprawozdanie z działalności

Niezależnie od lokalizacji (w raporcie KNF czy w innej wersji raportu) oraz nazwy (w raporcie KNF jest to „sprawozdanie z działalności” lub „sprawozdanie zarządu z działalności”, w raporcie dla publiczności

60 Takie wskazanie adresatów raportu zwykle bywa umieszczane w liście prezesa i/lub przewodniczącego rady nadzorczej.

może wystąpić pod nazwą „komentarz zarządu” lub inną) zaobserwowano pewne prawidłowości w kształcie sprawozdania z działalności:

1. Spółki mają tendencję (we wszystkich badanych okresach) do powielania w sprawozdaniu z działalności informacji ze sprawozdania finansowego. Zaobserwowano to szczególnie w przypadku banków, które dosłownie powielają zapisy odnośnie do polityki zarządzania ryzykiem. Wydaje się, że sprawozdanie z działalności, jako uzupełnienie sprawozdania finansowego, powinno takie informacje rozszerzać lub bardziej szczegółowo objaśniać. W przeciwnym wypadku, wystarczające wydaje się odesłanie do raz podanej już informacji.
2. W przypadkach zachowania porównywalnego zakresu informacji pomiędzy latami 2013, 2009 i 2005, spółki odwracają kolejność prezentacji informacji. Tytuły poszczególnych rozdziałów, podrozdziałów są identyczne, jednak ułożone w inny sposób. W wyniku tego zabiegu sprawozdania z działalności za poszczególne lata sprawiają wrażenie odmiennych. Po bliższym zapoznaniu się z ich treścią okazuje się, że dokonano jedynie zmiany kolejności prezentowanych informacji.
3. Zdarza się, że w istotnych kwestiach spółki nie ujawniają informacji w raporcie rocznym, tylko odsyłają do raportów bieżących.
4. Niektóre spółki zachowują układ treści zaprezentowany w 2005 roku do roku 2009, a nawet 2013. Prezentują identyczny układ informacji, te same rozdziały, podrozdziały. Sprawozdania takie są łatwe do porównania i pozwalają szybko zaobserwować istotne zmiany pomiędzy ujawnieniami za poszczególne lata.

Poza wyżej wymienionymi spostrzeżeniami zaprezentowane poniżej zostały uwagi do poszczególnych zakresów tematycznych (wynikających z konstrukcji indeksu ujawnień) informacji publikowanych zwykle w sprawozdaniu z działalności.

4.6.3. Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki

Przeciętny poziom ujawnień informacji o spółce, rynku i otoczeniu spółki w roku 2005 uległ poprawie w stosunku do roku 2001. Pomiedzy rokiem 2005 i 2009 nie zaobserwowano już tak wyraźnej poprawy. Należy jednak podkreślić, że niektóre spółki już w roku 2001 prezentowały informacje, które u innych podmiotów pojawiły się w sprawozdaniach dopiero w latach 2005, 2009 (co może oznaczać wyznaczanie przez nie określonych trendów w zakresie raportowania).

W przypadku informacji ogólnych o spółce, jej historii, zaobserwowano zadowalający poziom ujawnień. Wart podkreślenia wydaje się fakt, że niektóre spółki informacje te pozostawiły w niezmienionej formie (dosłowne powielenie tekstu) od roku 2005 do 2009 (Kęty).

Najlepiej opisanym zagadnieniem jest rynek, na jakim działa spółka, udziały w rynku oraz wskazanie trendów zachodzących na rynku. Zdarzają się jednak przypadki, że na przykład w roku 2013 spółki rezygnują z ujawniania informacji na temat swojego udziału w rynku.

W przypadku informacji dotyczących konkurencji, zaobserwować można wyraźne braki w ujawnieniach. Spółki bardzo rzadko (we wszystkich czterech badanych okresach) informują o swoich głównych konkurentach, nie porównują swojej pozycji, silnych, słabych stron z konkurentami. Pozytywnym wyjątkiem jest tu raport BZ WBK za 2013 rok opisujący pozycję banku na tle grupy rówieśniczej. Bardzo często informacje o konkurencji ograniczają się jedynie do podania nazwy największego konkurenta. Zdarzały się także przypadki, gdy podmioty ograniczały zakres informacji o konkurencji (na przykład Agora za rok 2013). Brak też wystarczającej informacji o kluczowych czynnikach przewagi konkurencyjnej w sektorze. Większość spółek natomiast odnosi się do kwestii natężenia konkurencji w sektorze, choć często bywa to jedynie stwierdzenie, że jest ona silna. Spółki nie prezentują natomiast informacji na temat możliwych zmian swojej pozycji konkurencyjnej (przeszłej lub przyszłej).

Niewiele informacji również publikują na temat klientów i zwykle ograniczają się one do określenia ich liczby. Należy jednak zauważyć, że spółki wskazują na klientów o istotnym znaczeniu dla przedsiębiorstwa (na przykład generujących powyżej 10% przychodów). Podobnie jest w przypadku dostawców, gdzie najczęściej ujawnianą informacją jest podanie, czy spółka jest uzależniona od któregoś z dostawców.

Obszar dotyczący otoczenia prawnego, regulacyjnego był relatywnie słabo opisany we wszystkich badanych okresach. Tylko nieliczne spółki przedstawiały informacje na temat przepisów istotnych dla ich działalności (najwięcej informacji przedstawiały spółki telekomunikacyjne). Spółki prezentujące jakiegokolwiek informacje dokonywały tego w bardzo ograniczonym zakresie. W wielu przypadkach brakowało informacji o projektowanych ustawach czy przepisach, które mogą mieć wpływ na działanie spółki w przyszłości. Nie ujawniano na ogół również informacji na temat potencjalnych skutków działań politycznych. Pozytywnym przykładem może tu być raport mBanku (BRE Banku) za 2013 rok, w którym spółka wprost informuje o potencjalnym wpływie zmian prawa na bazę kapitałową, wyniki czy klientów. Ponadto otoczenie regulacyjne jest obszernie przedstawione w raportach spółek telekomunikacyjnych.

Otoczenie makroekonomiczne zostało bardzo dobrze opisane w raportach rocznych banków we wszystkich okresach. Niektóre banki prezentują dane za kilka lat wstecz, a nawet publikują prognozę na przyszłość. W pozostałych spółkach zaobserwowano wyraźnie mniejszy poziom lub brak ujawnień. Niektóre w ogóle nie odnoszą się do tych kwestii.

4.6.4. Informacje na temat strategii, komentarz zarządu

We wszystkich badanych okresach tylko nieliczne spółki publikują informacje na temat misji czy wizji spółki. Wraz z upowszechnianiem się nowych modeli raportowania (raportowanie zrównoważonego rozwoju, raportowanie zintegrowane) obserwuje się jednak niewielką poprawę w tym obszarze. W szczególności w roku 2013 zanotowano więcej ujawnień. Częściej pojawiają się natomiast ujawnienia na temat strategii. Poziom ich nie jest jednak zadowalający, a ponadto ich jakość ulega istotnym wahaniom. W okresach późniejszych niektóre podmioty ograniczają zakres ujawnień w tym zakresie. W 2013 roku wciąż zdarzały się przypadki, że w raporcie rocznym brakowało jasnego wskazania strategii. Jeśli taki opis się pojawia, to ogranicza się do stwierdzeń bardzo ogólnych. Tylko nieliczne spółki oprócz opisu zamieszczają również mierniki realizacji strategii. Zaobserwowano, że spółki rzadko dzielą cele na strategiczne i operacyjne. Zdarzają się spółki, które plan działania na najbliższy rok określają mianem strategii. Brakuje zwykle ujawnień na temat dotychczasowego przebiegu i stopnia realizacji przyjętej strategii. Pozytywnym przykładem opisu strategii może być raport Banku Millennium za 2013 rok, w którym spółka wyraźnie komunikuje, jakie są założenia strategii, co udało się zrealizować i jakie są plany na kolejne okresy. Co istotne, informacje te są wydzielone i przekazane w sposób czytelny.

Większość spółek odnosi się do kwestii szans i zagrożeń, choć nie są one zwykle tak nazywane. Wiele spółek skupia się bardziej na zagrożeniach niż szansach. Warto zauważyć, że są spółki, które przez lata 2001, 2005, 2009 prawie nie zmieniły ujawnień w tym zakresie. Jedna z nich (Comarch) w roku 2005 opublikowała dokładnie ten sam opis szans i zagrożeń co w roku 2001 (poza usunięciem jednego podpunktu i dodaniem jednego nowego). Podobnie w roku 2009 opis z roku 2005 został jedynie rozszerzony o nowe podpunkty. Także w 2013 roku niektóre ujawnienia (na przykład Grupa Kęty, Comarch) o czynnikach wewnętrznych i zewnętrznych istotnych dla rozwoju podmiotu pozostały niezmiennione w porównaniu do roku 2009.

4.6.5. Informacje prospektywne

W zakresie informacji prospektywnych należy wskazać na bardzo niski poziom ujawnień we wszystkich badanych okresach. Podobnie jak w przypadku ujawnień o strategii, występuje tutaj duża zmienność poziomu ujawnień. W 2013 roku wiele spółek ograniczyło ich zakres w porównaniu do lat poprzednich. Znaczna część podmiotów w ogóle nie publikuje planów i zamierzeń finansowych czy operacyjnych. Jeśli takie informacje się pojawiają, ograniczają się zwykle do opisu, brakuje danych ilościowych. W przypadku gdy są zamieszczane prognozy, brak zwykle wyjaśnienia, w jaki sposób zostały one wyliczone, brak założeń czy wskazania stopnia niepewności prognoz. Relatywnie dużo spółek natomiast przynajmniej wzmiankuje o planach inwestycyjnych.

4.6.6. Ład, nadzór korporacyjny

Jest to obszar o najlepszym poziomie ujawnień. Można jednak wskazać zagadnienia, gdzie ujawnienia są niewystarczające. Niektóre spółki nie ujawniają szczegółów na temat osób zarządzających. Informacje te ograniczają się do imion, nazwisk, stanowiska i okresu zatrudnienia. Brak informacji na temat życiorysów osób zarządzających czy szczegółów kontraktu prezesa zarządu. Obserwuje się tutaj jednak wyraźny postęp. Większość spółek przez cztery badane okresy zwiększa lub utrzymuje poziom omawianych ujawnień w porównaniu do okresu poprzedniego.

Spółki nie ujawniają też niektórych informacji o wynagrodzeniach zarządu i członków rady nadzorczej. Niektóre spółki podają jedynie ogólną kwotę wynagrodzeń, bez wskazania wynagrodzeń poszczególnych osób (jest tak jeszcze w 2009 roku, w 2013 następuje wyraźna poprawa). W przypadku gdy spółka publikuje dane o wynagrodzeniach w podziale na podstawowe i dodatkowe (nagrody, premie), brakuje informacji na temat sposobu ustalania wysokości nagród. W pojedynczych sytuacjach spółki wskazują, że wynagrodzenie dodatkowe zależy od indywidualnych mierników, ale brak informacji, jakie to mierniki.

Podobnie jak w przypadku informacji na temat osób zarządzających, wiele spółek nie ujawnia dodatkowych informacji na temat osób nadzorujących (ich życiorysów, wykształcenia, posiadanych kompetencji itp.). Zdarzają się spółki, które w roku 2009 nie informują o funkcjonujących w ramach rady nadzorczej komitetach (Orbis, Netia). Takie spółki pojawiają się nawet w 2013 roku (Orbis). Natomiast podmioty, które publikują te informacje, ograniczają się czasem tylko do ich wyliczenia. Niektóre spółki informują o posiedzeniach komitetów i sprawozdają z ich

działalności za ubiegły rok. Tylko nieliczne jednostki informują w raporcie rocznym o działalności rady nadzorczej w danym roku. Ocena ta przyjmuje zwykle formę samooceny. Żadna spółka nie publikowała informacji o zewnętrznej ocenie rady nadzorczej.

Spółki nie ujawniają informacji w zakresie polityki dywidendy (poza jednym wyjątkiem – Netia 2013 rok). Nie wszystkie spółki informują wystarczająco o sposobie powoływania i odwoływania kierownictwa i członków rady nadzorczej. W przypadku transakcji z podmiotami powiązanymi, spółki często nie wskazują, czy są to transakcje zawierane na warunkach rynkowych.

W kontekście władz spółki w ujawnieniach z 2013 roku po raz pierwszy pojawiły się informacje na temat równouprawnienia. Przedstawiano udział zatrudnionych kobiet i mężczyzn (TP SA/Orange), a także stosunek wynagrodzenia kobiet i mężczyzn na tych samych stanowiskach (Netia).

Mimo relatywnie wysokiego poziomu ujawnień w obszarze dotyczącym nadzoru korporacyjnego, jak zauważono powyżej, spółki mogą jeszcze ujawnienia te rozszerzyć.

4.6.7. Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje

Spółki zwykle opisują strukturę grupy kapitałowej w sposób zadowalający. W przypadku struktury właścicielskiej jednak ograniczają się tylko do wskazania nazwy akcjonariusza i udziału. Brakuje opisu głównych udziałowców.

Zwykle spółki nie podają informacji na temat liczby akcji dostępnych do obrotu (*free float*). Jednocześnie wiele z nich nie informuje o kształtowaniu się kursu akcji spółki, jego wartościach minimalnych, maksymalnych, porównaniu z indeksami. W przypadku spółek, które publikują takie informacje, brakuje często wyjaśnienia przyczyn zmian kursu akcji.

4.6.8. Ryzyko

Ujawnienia na temat ryzyka pojawiają się głównie od roku 2005. W roku 2001 tylko nieliczne podmioty odnosiły się do tego zagadnienia. Widać wyraźny postęp w zakresie i jakości tych ujawnień na przestrzeni lat 2005–2013. Wszelkie zmiany w tym zakresie miały charakter pozytywny. Nie występowały sytuacje, w których podmioty w istotny sposób ograniczyłyby zakres ujawnień. Zwykle jest on rozszerzany.

W swoich raportach spółki wskazują rodzaje ryzyka, na jakie są narażone, ale niektóre jednocześnie nie definiują wskazanych typów ryzyka. Informacje na temat sposobu pomiaru wskazanych ryzyk oraz sposobów monitorowania skuteczności funkcjonujących systemów zarządzania ryzykiem są niewystarczające lub brakuje ich. Brakuje też pełnej informacji na temat wpływu ryzyka na wyniki podmiotu. Jedna ze spółek w roku 2009 w części poświęconej zarządzaniu ryzykiem finansowym powtarza dosłownie tekst z roku 2001, uzupełniając go o kilka dodatkowych zdań (Dębica). Bardzo rzadko spółki zamieszczają wyraźne oświadczenie o właściwej skuteczności stosowanych systemów zarządzania ryzykiem.

4.6.9. Wyniki i tworzenie wartości

Zagadnienia dotyczące wyników i tworzenia wartości prezentowane w sprawozdaniu z działalności mają stanowić uzupełnienie sprawozdania finansowego i są jednym z ważniejszych elementów raportu rocznego spółki. W przypadku omówienia pozycji bilansu czy rachunku zysków i strat, tylko nieliczne spółki podają dane za okres dłuższy niż dwa lata. Zdarzają się podmioty, które publikują dane za zdecydowanie dłuższe okresy. Podobnie tylko nieliczne spółki (na przykład BZ WBK) prezentują finansowe lub niefinansowe dane śródroczne. Ponadto zaobserwowano w niektórych przypadkach w późniejszych latach skracanie okresu, za jaki prezentowane są dane.

Omówienie sprawozdania finansowego ogranicza się w niektórych przypadkach do prezentacji wskaźników dynamiki lub struktury pozycji sprawozdania. Brakuje wskazania przyczyn tych zmian. Jedna z badanych spółek prezentowała porównanie wyników na tle konkurencyjnych podmiotów (BRE w raporcie za 2009 rok). W 2013 roku ujawnienia te uległy jednak ograniczeniu.

Przy prezentacji analizy finansowej spółki porównują wskaźniki w czasie, brak porównań do konkurencji, sektora, liderów branży. Zwykle spółki ograniczają się tylko do przedstawienia wskaźników za dwa lata, choć zdarzały się podmioty, które prezentowały dane nawet za dziesięć lat wstecz (ING w raporcie za 2009 rok). Często brakuje komentarza do analizy finansowej.

Tylko nieliczne spółki wskazały mierniki, które są wykorzystywane jako kluczowe mierniki efektywności (KPI). Większość spółek nie ujawniała informacji na temat wrażliwości wyników finansowych czy operacyjnych. Wiele spółek nie odnosi się do kwestii realizacji wcześniej prognozowanych wartości, podczas gdy inne informują wprost, że prognozy w ogóle nie były publikowane. Ciekawym przykładem odniesienia się do możliwości realizacji prognoz było poinformowanie w raporcie

Pekao SA za 2009 rok, że z uwagi na globalny kryzys finansowy zarząd powstrzymuje się od jakiegokolwiek komentarza publikowanej wcześniej prognozy wyników na lata 2008–2010.

Zdaniem autora niewystarczające jest akcentowanie roli aktywów materialnych i niematerialnych jako czynników tworzących wartość. Aktywa te są wprawdzie wskazywane i opisane, ale brakuje jednoznacznego wskazania tych kluczowych, czyli najważniejszych dla tworzenia wartości. Istotną wydaje się obserwacja, iż jedna ze spółek prezentuje w latach 2001, 2005, 2009 powtórzony dosłownie tekst na temat działań w obszarze badań i rozwoju (Dębica).

4.6.10. Interesariusze, relacje z otoczeniem

Niektóre spółki (także w raportach za 2013 rok) w ogóle nie odnoszą się do kwestii interesariuszy, społecznej odpowiedzialności biznesu czy zrównoważonego rozwoju. Nieliczne przygotowują informacje w tym obszarze zgodnie z dobrowolnymi stosowanymi wytycznymi. Spółki zwykle:

- nie informują o systemach kontroli działań w tym obszarze,
- nie odpowiadają na pytanie, jakie podmioty uważają za kluczowych interesariuszy,
- w przypadku wskazania interesariuszy nie ujawniają, jak zostały określone ich potrzeby,
- nie informują o prowadzeniu dialogu z interesariuszami, uwzględnianiu informacji zwrotnej,
- informują o działaniach w obszarze społecznym lub środowiskowym, nie identyfikując jednocześnie żadnych mierników realizacji tych działań,
- nie informują o powiązaniu działań w omawianym obszarze ze strategią.

Powyżej wskazane braki w ujawnieniach zdają się być zauważane przez spółki. W roku 2013 część spółek wyraźnie poprawiła poziom ujawnień w omawianym obszarze. Między innymi w kilku przypadkach pojawiły się: wskazania powiązania społecznej odpowiedzialności biznesu ze strategią przedsiębiorstwa (KGHM, BZ WBK, Millennium), informacje na temat prowadzenia dialogu z interesariuszami (Netia).

Publikacje za lata 2009 i 2013 charakteryzują się rosnącym zakresem ujawnień na temat społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju. W 2013 pojawiają się raporty (6 spółek) przygotowane zgodnie z międzynarodowymi wytycznymi (GRI), z których 3 zawierają ponadto potwierdzenie ich zewnętrznej weryfikacji. Zestawienie informacji o raportach za 2013 rok prezentuje tabela 13.

Tabela 13. Raporty pozafinansowe za 2013 rok

Spółka	Tytuł raportu	Wytyczne	Weryfikacja zewnętrzna
BDX	Raport odpowiedzialnego biznesu	GRI G4	tak
BZW	Raport CSR	GRI G3.1	
CMR	Spółeczna odpowiedzialność biznesu raport 2013	próba raportowania wg GRI G4	
KGH	Zintegrowany raport roczny	GRI G3.1, wytyczne do raportowania zintegrowanego	
MIL	Odpowiedzialny biznes	GRI G4	
PKN	Raport społecznej odpowiedzialności biznesu	GRI G4	tak
TPS	Raport społecznej odpowiedzialności biznesu	GRI G3, Global Compact	tak

Źródło: opracowanie własne.

Co ciekawe, w raportach przygotowanych z myślą o różnych interesariuszach pojawiają się dodatkowe ujawnienia, którymi mogliby być zainteresowani akcjonariusze i które przyporządkowane zostały do innych obszarów indeksu. W szczególności są to ujawnienia (głównie w raportach za 2013 i 2009 rok):

- przedstawienie misji i wizji podmiotu,
- publikacja danych (finansowych i operacyjnych) za okresy dłuższe niż dwa lata,
- przedstawienie informacji negatywnych o podmiocie (kary nałożone przez różne instytucje wraz z podaniem przyczyn i kwot),
- czytelne przedstawienie profilu organizacji,
- wskazanie powiązania strategii i polityki społecznej odpowiedzialności biznesu,
- identyfikacja kluczowych interesariuszy i efekty prowadzonego z nimi dialogu.

Ponadto w 2013 roku pojawiły się pierwsze oświadczenia spółek o powiązaniu polityki społecznej odpowiedzialności biznesu ze strategią podmiotu (Millennium Bank, BZ WBK), a także wskazanie procesu identyfikacji kluczowych interesariuszy i efektów prowadzonego z nimi dialogu (BZ WBK).

4.6.11. Czytelność raportu

W obszarze dotyczącym czytelności raportu zaobserwowano następujące niedociągnięcia:

- posługiwanie się niewyjaśnionymi skrótami lub terminami specjalistycznymi, często zapożyczonymi z języka obcego (na przykład w raporcie Orlenu za 2009 rok pojawiły się sformułowania „dyferencjał”, „marże modelowe”; w raporcie TP SA za 2005 rok – skróty „NRV”, „ARPU”; w raporcie Netii za 2009 rok – skrót „ARPU”. Spółki nie zamieszczają indeksu, słownika wyrażeń użytych w raporcie;
- brak ułatwień w nawigacji po raporcie – publikując raport w formie elektronicznej, spółki nie dbają o ułatwienie poruszania się po dokumencie, co w przypadku tego rodzaju dokumentów nie powinno być zadaniem trudnym (hiperłącza umożliwiające bezpośredni dostęp do dowolnych części raportów). Zdarza się, że spółki zamieszczają spis treści tylko do sprawozdania z działalności, a do sprawozdania finansowego już nie (lub jest on zbyt zagregowany);
- niekorzystanie z elementów ułatwiających analizę informacji – niektóre spółki w raportach za 2009 rok ograniczają się do zamieszczenia tabel, nie prezentując żadnych wykresów, schematów itp.

4.7. Ilościowy obraz ujawnień w badanych spółkach

Na podstawie omawianych powyżej dokumentów publikowanych za lata 2001, 2005, 2009, 2013 stworzono przy użyciu wartości indeksu ujawnień ilościowy obraz ujawnień w omawianych spółkach. Dla wybranych 18 największych spółek z polskiej giełdy (GPW) w Warszawie ustalono wartość indeksu ujawnień (w skrócie IU). Na podstawie informacji z tabeli 14 odczytać można, że najbardziej przejrzystymi spółkami w poszczególnych latach były:

- w 2001 roku:
 1. KGHM Polska Miedź SA (IU = 154)
 2. Polski Koncern Naftowy ORLEN SA (IU = 152)
 3. Bank Polska Kasa Opieki SA (IU = 151)
- w 2005 roku:
 1. Bank BPH SA (IU = 222)
 2. Bank Millennium SA (IU = 206)
 3. KGHM Polska Miedź SA (IU = 200)

- w 2009 roku:
 1. Polski Koncern Naftowy ORLEN SA (IU = 263)
 2. Grupa Kęty SA (IU = 257)
 3. KGHM Polska Miedź SA (IU = 255)
- w 2013 roku:
 1. KGHM Polska Miedź SA (IU = 282)
 2. Polski Koncern Naftowy ORLEN SA (IU = 282)
 3. Telekomunikacja Polska SA (IU = 274).

Można zaobserwować, że wśród najbardziej przejrzystych spółek w czterech badanych okresach część spółek powtarza się (KGHM, ORLEN). Podobnie wygląda sytuacja w przypadku spółek najmniej przejrzystych. Podmioty o najniższych ocenach to:

- w 2001 roku:
 1. Firma Oponiarska Dębica SA (IU = 82)
 2. Mostostal Export SA (IU = 89)
 3. Orbis SA (IU = 106)
- w 2005 roku:
 1. Firma Oponiarska Dębica SA (IU = 120)
 2. Mostostal Export SA (IU = 123)
 3. Agora SA (IU = 160)
- w 2009 roku:
 1. Firma Oponiarska Dębica SA (IU = 129)
 2. Mostostal Export SA (IU = 176)
 3. Orbis SA (IU = 184)
- w 2013 roku:
 1. Firma Oponiarska Dębica SA (IU = 125)
 2. Mostostal Export SA (IU = 164)
 3. Agora SA (IU = 185).

W tym przypadku aż dwie spółki miały jedne z najniższych ocen w każdym z badanych okresów. Ich oceny zwiększały się w kolejnych okresach, jednak dynamika tych zmian była na tyle niska, że nie pozwoliła na przesunięcie się z ostatnich miejsc zestawienia.

W tabelach 14, 15 zaprezentowano zestawienie wartości indeksu ujawnień wraz z symbolami giełdowymi spółek.

Tabela 14. Poziom indeksu ujawnień badanych spółek

Lp.	Nazwa spółki	Symbol	2001	2005	2009	2013
1	Agora SA	AGO	123	160	187	185
2	Budimex SA	BDX	139	181	198	228
3	Bank Handlowy SA	BHW	113	189	225	234
4	Bank BPH SA	BPH	150	222	244	235
5	BRE Bank SA	BRE	128	188	240	245
6	ING Bank Śląski SA	BSK	144	187	242	244
7	Bank Zachodni WBK SA	BZW	113	179	224	257
8	Comarch SA	CMR	110	174	212	212
9	Firma Oponiarska Dębica SA	DBC	82	120	129	125
10	KGHM Polska Miedź SA	KGH	154	200	255	282
11	Grupa Kęty SA	KTY	129	191	257	256
12	Bank Millennium SA	MIL	114	206	236	256
13	Mostostal Export SA	MSX	89	123	176	164
14	Netia SA	NET	125	162	207	232
15	Orbis SA	ORB	106	171	184	188
16	Bank Polska Kasa Opieki SA	PEO	151	189	233	236
17	Polski Koncern Naftowy ORLEN SA	PKN	152	197	263	282
18	Telekomunikacja Polska SA	TPS	137	181	242	274

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 15. Dynamika zmian poziomu indeksu ujawnień

Lp.	Nazwa spółki	Symbol	2005/2001	2009/2005	2013/2009
1	Agora SA	AGO	30%	17%	-1%
2	Budimex SA	BDX	30%	9%	15%
3	Bank Handlowy SA	BHW	67%	19%	4%
4	Bank BPH SA	BPH	48%	10%	-4%
5	BRE Bank SA	BRE	47%	28%	2%
6	ING Bank Śląski SA	BSK	30%	29%	1%
7	Bank Zachodni WBK SA	BZW	58%	25%	15%
8	Comarch SA	CMR	58%	22%	0%
9	Firma Oponiarska Dębica SA	DBC	46%	8%	-3%
10	KGHM Polska Miedź SA	KGH	30%	28%	11%
11	Grupa Kęty SA	KTY	48%	35%	0%
12	Bank Millennium SA	MIL	81%	15%	8%

Tab 15. (cd.)

Lp.	Nazwa spółki	Symbol	2005/2001	2009/2005	2013/2009
13	Mostostal Export SA	MSX	38%	43%	-7%
14	Netia SA	NET	30%	28%	12%
15	Orbis SA	ORB	61%	8%	2%
16	Bank Polska Kasa Opieki SA	PEO	25%	23%	1%
17	Polski Koncern Naftowy ORLEN SA	PKN	30%	34%	7%
18	Telekomunikacja Polska SA	TPS	32%	34%	13%

Źródło: opracowanie własne.

Należy zauważyć, iż w 2005 i 2009 roku wszystkie spółki odnotowały wyższy poziom indeksu ujawnień w porównaniu do okresu wcześniejszego. Jednocześnie zmiany indeksu ujawnień w roku 2005 w porównaniu do 2001 były w przypadku większości spółek wyższe niż w roku 2009 w porównaniu do 2005, co może oznaczać, że największy skok w poziomie przejrzystości dokonał się w pierwszych pięciu latach pierwszej dekady XXI wieku. Mogło to być spowodowane przechodzeniem polskich spółek na MSSF oraz procesem intensyfikacji działań promujących przejrzystość (będących między innymi skutkiem skandali księgowych). Zmiany między rokiem 2013 i 2009 nie są już tak znaczne. Obserwuje się jedynie niewielkie wzrosty. Ponadto w kilku przypadkach pojawia się spadek wartości indeksu ujawnień.

Podobne wnioski można wyciągnąć obserwując własności statystyczne wartości indeksu ujawnień (zaprezentowane w tabeli 16). Można zauważyć, że zarówno średnia wartość indeksu ujawnień, jak i wartość mediany są w kolejnych okresach wyższe. Średni poziom ujawnień w roku 2005 jest o 42% wyższy niż w roku 2001, natomiast średni poziom ujawnień w roku 2009 jest o 23% wyższy niż w roku 2005. W 2013 roku wzrost ten wynosi już tylko 4,5%. O wyraźnie rosnącym przeciętnym poziomie ujawnień w badanej grupie spółek świadczyć mogą również wartości kwartyli pierwszego i trzeciego, które są wyższe w każdym badanym roku.

W roku 2001 średnia i mediana indeksu ujawnień są w przybliżeniu sobie równe, co sugeruje liczebną równowagę podmiotów z wysokim i niskim indeksem ujawnień. W roku 2005 można zauważyć, że średnia jest niższa od mediany, co sugeruje, iż liczebna przewaga występuje po stronie podmiotów o relatywnie wysokim indeksie ujawnień i jednocześnie lewostronnej ujemnej asymetrii. W 2009 roku występuje takie samo zjawisko, a różnica między medianą i średnią jest nieznacznie większa.

Mediana jest niższa od średniej także w 2013 roku. Rosnącą w kolejnych badanych okresach ujemną asymetrię rozkładu wartości indeksu ujawnień potwierdza obserwacja skośności, która w 2001 jest umiarkowanie niska ($-0,4$), ale już od 2005 wynosi $-1,1$.

Kurtoza w 2001 roku ma wartość ujemną, co sugeruje, że rozkład wartości indeksu jest w umiarkowanym stopniu spłaszczony w stosunku do rozkładu normalnego. Od 2005 roku kurtoza jest dodatnia i informuje o niewielkiej wyższej spiczastości od rozkładu normalnego.

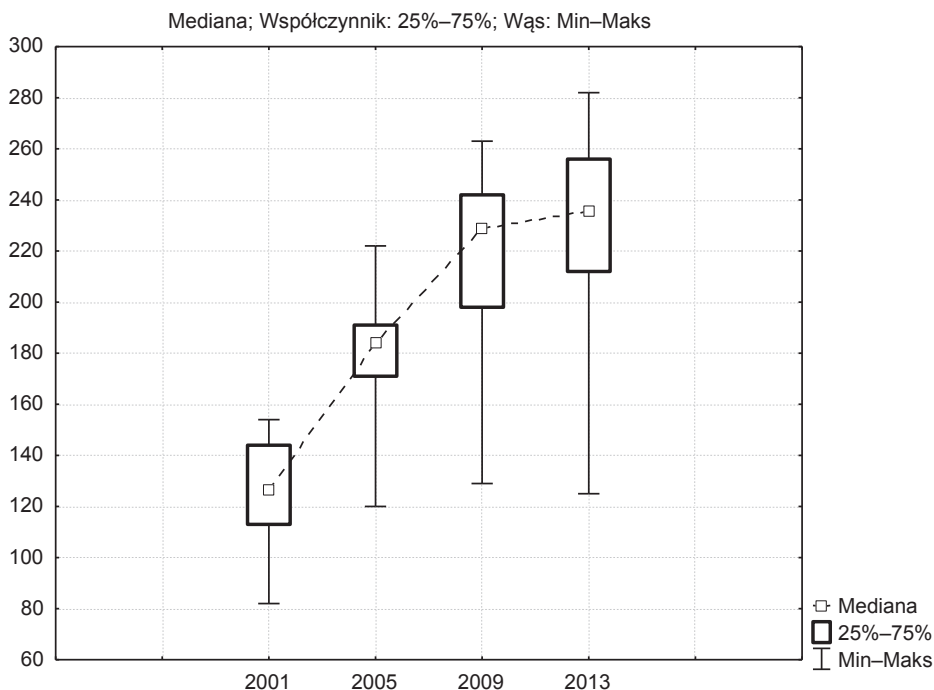
Tabela 16. Statystyki opisowe indeksu ujawnień badanych spółek

Miara	2001	2005	2009	2013
Średnia	125,5	178,9	219,7	229,7
Błąd standardowy	5,0	6,0	8,1	9,8
Odchylenie standardowe	21,3	25,7	34,4	41,6
Wariancja próbki	455,1	658,6	1 186,5	1 730,8
Współczynnik zmienności	17%	14%	16%	18%
Kurtoza	$-0,5$	1,5	1,3	1,0
Skośność	$-0,4$	$-1,1$	$-1,1$	$-1,1$
Kwartyl pierwszy	113,0	171,8	200,3	216,0
Mediana	126,5	184,0	229,0	235,5
Kwartyl trzeci	142,8	190,5	242,0	256,0
Odchylenie ćwiartkowe	14,9	9,4	20,9	20,0
Rozstęp	72	102	134	157
Minimum	82	120	129	125
Maksimum	154	222	263	282
N	18	18	18	18

Źródło: opracowanie własne.

Należy zwrócić uwagę, iż patrząc na wartości maksymalne i minimalne indeksu ujawnień w latach 2009 i 2013, zarówno w tabeli 16, jak i na wykresie 1, wartość minimalna jest bliska wartości minimalnej z roku 2005, gdy jednocześnie średnia i mediana są wyższe. Sugeruje to występowanie wyraźnie odstających wartości indeksu ujawnień w 2009 i 2013 roku.

Współczynnik zmienności w badanych latach sugeruje niewielki poziom zróżnicowania wyników indeksu ujawnień. Natomiast biorąc pod uwagę tylko centralną część rozkładu (po odrzuceniu jednostek z pierwszego i trzeciego kwartyła), zróżnicowanie wartości indeksu ujawnień wokół mediany jest wyższe w latach 2009 i 2013 (odchylenie ćwiartkowe).



Wykres 1. Wykres ramka-wąsy dla rozkładu wartości indeksu ujawnień w latach 2001, 2005, 2009, 2013

Źródło: opracowanie własne.

4.7.1. Ilościowy obraz ujawnień w podziale na obszary tematyczne

Poza analizą zagregowanego poziomu indeksu ujawnień, badaniu poddano także zdezagregowaną wartość indeksu w 10 obszarach. Informacje na ten temat prezentują tabele 17, 18, 19, 20.

Tabela 17. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2001

	Max	A	B	B	B	B	B	B	C	C	D	K	K	K	M	M	N	O	P	P	T
		G	D	H	P	R	S	Z	M	B	B	G	T	I	S	E	R	E	K	P	
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	S	
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	49	48	41	46	45	49	46	37	41	62	53	46	39	52	40	47	54	52		
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	16	16	14	18	15	15	13	13	7	9	17	10	6	11	9	16	16	12		
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	9	21	13	11	6	10	6	10	2	8	8	12	7	20	11	10	21	19		
Informacje prospektywne	25	3	1	1	6	3	4	4	3	0	4	3	2	1	4	1	10	1	8		
Ład, nadzór korporacyjny	60	13	18	9	15	9	15	11	13	8	17	14	11	12	11	11	18	20	15		
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	13	14	14	17	14	15	13	12	12	17	13	13	12	12	15	17	15	14		
Ryzyko	35	0	1	3	4	10	8	4	0	0	3	0	1	0	1	0	5	1	1		
Wyniki i tworzenie wartości	55	10	14	13	22	21	21	9	15	7	23	15	14	8	10	14	23	18	13		
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	3	0	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	1	0		
Czytelność raportu	25	7	6	5	11	4	7	7	7	5	9	6	5	4	4	5	5	5	3		
Suma	470	123	139	113	150	128	144	113	110	82	154	129	114	89	125	106	151	152	137		

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 18. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2005

	Max	A	B	B	B	B	B	B	B	C	D	K	K	K	M	M	N	O	P	P	T
		G	D	H	P	R	S	Z	B	M	B	G	T	I	S	E	R	O	E	R	P
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	R	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	S
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	62	72	75	70	72	78	67	61	48	72	68	81	57	60	69	73	68	64		
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	18	20	16	19	19	18	17	15	8	14	17	19	9	20	19	14	17	24		
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	9	20	12	14	8	11	13	17	6	10	19	16	16	26	16	11	23	25		
Informacje prospektywne	25	2	3	1	7	10	1	4	4	1	14	13	3	2	6	3	2	5	1		
Ład, nadzór korporacyjny	60	23	20	27	31	16	15	25	23	14	19	20	24	15	16	13	20	27	17		
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	15	15	18	22	17	16	14	17	9	17	13	17	9	11	17	19	11	14		
Ryzyko	35	5	5	18	14	15	13	14	7	4	12	8	14	2	3	7	11	2	7		
Wyniki i tworzenie wartości	55	15	15	13	23	22	20	16	20	11	27	20	20	10	14	19	19	25	26		
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	3	2	0	8	1	5	2	0	8	5	2	3	0	0	0	9	9	0		
Czytelność raportu	25	8	9	9	14	8	10	7	10	11	10	11	9	3	6	8	11	10	3		
Suma	470	160	181	189	222	188	187	179	174	120	200	191	206	123	162	171	189	197	181		

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 19. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2009

	Max	A	B	B	B	B	B	B	C	D	K	K	M	M	N	O	P	P	T
		G	D	H	P	R	S	Z	M	B	G	T	I	S	E	R	E	K	P
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	S
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	67	74	80	80	77	85	70	70	47	78	76	83	68	74	70	76	82	74
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	18	16	17	21	19	21	17	12	9	20	24	16	11	23	17	16	16	27
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	13	15	12	15	12	22	16	21	5	14	22	16	15	28	14	15	16	28
Informacje prospektywne	25	4	2	2	6	7	3	3	4	1	14	15	5	2	8	3	2	7	0
Ład, nadzór korporacyjny	60	34	30	38	36	33	28	32	36	22	35	34	25	32	23	24	35	39	33
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	15	15	22	20	24	18	21	19	11	19	17	17	15	14	15	20	18	14
Ryzyko	35	15	13	23	22	21	25	23	14	5	23	17	23	16	12	15	20	21	22
Wyniki i tworzenie wartości	55	15	15	19	20	28	25	29	21	11	31	27	18	10	20	18	25	24	30
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	0	8	3	12	4	6	2	5	8	7	7	26	0	0	0	13	31	1
Czytelność raportu	25	6	10	9	12	15	9	11	10	10	14	18	7	7	5	8	11	9	13
Suma	470	187	198	225	244	240	242	224	212	129	255	257	236	176	207	184	233	263	242

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 20. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2013

	Max	A	B	B	B	B	B	B	C	D	K	K	M	M	N	O	P	P	T
		G	D	H	P	R	S	Z	M	B	G	T	I	S	E	R	E	K	P
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	S
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	68	71	79	81	78	85	70	70	51	77	80	82	60	74	68	79	83	71
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	16	16	18	18	23	20	23	12	9	19	27	19	10	23	18	16	20	26
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	15	20	16	14	13	19	20	17	3	17	23	18	17	32	13	10	18	29
Informacje prospektywne	25	5	2	2	1	7	3	3	4	1	13	15	5	3	4	3	2	6	0
Ład, nadzór korporacyjny	60	35	32	41	34	34	29	36	33	22	38	33	31	28	32	24	38	42	33
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	15	15	22	20	22	18	23	19	11	19	17	19	15	14	15	20	20	17
Ryzyko	35	15	14	23	22	22	25	23	14	5	23	18	24	14	13	15	23	22	22
Wyniki i tworzenie wartości	55	15	15	19	19	29	26	27	22	10	29	22	20	10	22	19	23	25	28
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	0	33	4	12	2	9	21	10	3	32	8	29	0	12	5	12	30	36
Czytelność raportu	25	1	10	10	14	15	10	11	11	10	15	13	9	7	6	8	13	16	12
Suma	470	185	228	234	235	245	244	257	212	125	282	256	256	164	232	188	236	282	274

Źródło: opracowanie własne.

Budzącymi szczególnie zainteresowanie polami powyższych tabel są pozycje, które przyjmują wartość 0, co oznacza, iż w danym obszarze spółka w ogóle nie prezentowała informacji w raporcie rocznym. W 2001 roku obszarem, w którym najwięcej spółek nie ujawniło żadnych informacji, był obszar dotyczący interesariuszy i relacji z otoczeniem. Tylko w raportach czterech spółek pojawiły się informacje na ten temat. Trzeba jednak zauważyć, iż uzyskana liczba punktów przez te cztery spółki była bardzo mała w porównaniu do maksymalnej liczby punktów, co wskazuje, że były to informacje o bardzo ograniczonym zakresie. Drugim z kolei obszarem w znacznej liczbie spółek z wynikiem 0 jest obszar dotyczący ryzyka. Aż 6 spółek z 18 badanych nie ujawniło w 2001 roku żadnych informacji na ten temat. Pozostałe, mimo ujawnień, uzyskały również bardzo niewiele punktów.

W 2005 roku obszarem, w którym spółki najrzadziej ujawniały informacje, był podobnie jak w 2001 roku, obszar dotyczący interesariuszy. Nastąpił tu jednak znaczący wzrost ujawnień, ponieważ spółek z zerowymi wynikami jest 6 (w porównaniu do 14 w 2001 roku). W pozostałych obszarach spółki uzyskały przynajmniej 1 punkt i obszarów z zerowym wynikiem nie ma.

W 2009 już tylko cztery spółki osiągnęły 0 punktów za ujawnienia w obszarze dotyczącym interesariuszy. Nastąpił więc w porównaniu do roku 2005 kolejny wzrost liczby spółek ujawniających te informacje. W roku 2013 bez punktów za ujawnienia w obszarze interesariuszy pozostały dwa podmioty.

Jak zauważono powyżej, spółki, które publikują informacje w poszczególnych obszarach, mogą otrzymać bardzo niewiele punktów w porównaniu do maksymalnej możliwej liczby punktów. Z tego powodu, oprócz obserwacji bezwzględnych wartości oceny obszarów zdezagregowanego indeksu, warto także przeanalizować procentowy udział liczby punktów względem ich maksymalnej liczby. Prezentują to poniższe tabele (tab. 21, 22, 23, 24). W tabelach wyróżniono wartości 0% oraz te pola, w których wartości są poniżej 10%.

Tabela 21. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2001

	Max	A	B	B	B	B	B	C	D	K	K	M	M	N	O	P	P	T	
		G	D	H	P	R	S	Z	M	B	G	T	I	S	E	R	E	K	
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	43%	42%	36%	40%	39%	43%	40%	32%	36%	54%	46%	40%	34%	45%	35%	41%	47%	45%
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	40%	40%	35%	45%	38%	38%	33%	33%	18%	23%	43%	25%	15%	28%	23%	40%	40%	30%
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	20%	47%	29%	24%	13%	22%	13%	22%	4%	18%	18%	27%	16%	44%	24%	22%	47%	42%
Informacje prospektywne	25	12%	4%	4%	24%	12%	16%	16%	12%	0%	16%	12%	8%	4%	16%	4%	40%	4%	32%
Ład, nadzór korporacyjny	60	22%	30%	15%	25%	15%	25%	18%	22%	13%	28%	23%	18%	20%	18%	18%	30%	33%	25%
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	52%	56%	56%	68%	56%	60%	52%	48%	48%	68%	52%	52%	48%	48%	60%	68%	60%	56%
Ryzyko	35	0%	3%	9%	11%	29%	23%	11%	0%	0%	9%	0%	3%	0%	3%	0%	14%	3%	3%
Wyniki i tworzenie wartości	55	18%	25%	24%	40%	38%	38%	16%	27%	13%	42%	27%	25%	15%	18%	25%	42%	33%	24%
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	7%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%
Czytelność raportu	25	28%	24%	20%	44%	16%	28%	28%	20%	20%	36%	24%	20%	16%	16%	20%	20%	20%	12%
Suma	470	26%	30%	24%	32%	27%	31%	24%	23%	17%	33%	27%	24%	19%	27%	23%	32%	32%	29%

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 22. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2005

	Max	A	B	B	B	B	B	B	C	D	K	K	M	M	N	O	P	P	T
		G	D	H	P	R	S	Z	M	B	G	T	I	S	E	R	E	K	P
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	S
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	54%	63%	65%	61%	63%	68%	58%	53%	42%	63%	59%	70%	50%	52%	60%	63%	59%	56%
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	45%	50%	40%	48%	48%	45%	43%	38%	20%	35%	43%	48%	23%	50%	48%	35%	43%	60%
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	20%	44%	27%	31%	18%	24%	29%	38%	13%	22%	42%	36%	36%	58%	36%	24%	51%	56%
Informacje prospektywne	25	8%	12%	4%	28%	40%	4%	16%	16%	4%	56%	52%	12%	8%	24%	12%	8%	20%	4%
Ład, nadzór korporacyjny	60	38%	33%	45%	52%	27%	25%	42%	38%	23%	32%	33%	40%	25%	27%	22%	33%	45%	28%
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	60%	60%	72%	88%	68%	64%	56%	68%	36%	68%	52%	68%	36%	44%	68%	76%	44%	56%
Ryzyko	35	14%	14%	51%	40%	43%	37%	40%	20%	11%	34%	23%	40%	6%	9%	20%	31%	6%	20%
Wyniki i tworzenie wartości	55	27%	27%	24%	42%	40%	36%	29%	36%	20%	49%	36%	36%	18%	25%	35%	35%	45%	47%
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	7%	4%	0%	18%	2%	11%	4%	0%	18%	11%	4%	7%	0%	0%	0%	20%	20%	0%
Czytelność raportu	25	32%	36%	36%	56%	32%	40%	28%	40%	44%	40%	44%	36%	12%	24%	32%	44%	40%	12%
Suma	470	34%	39%	40%	47%	40%	40%	38%	37%	26%	43%	41%	44%	26%	34%	36%	40%	42%	39%

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 23. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2009

	Max	A	B	B	B	B	B	C	D	K	K	M	M	N	O	P	P	T	
		G	D	H	P	R	S	Z	M	B	G	T	I	S	E	R	E	K	
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	58%	64%	70%	70%	67%	74%	61%	61%	41%	68%	66%	72%	59%	64%	61%	66%	71%	64%
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	45%	40%	43%	53%	48%	53%	43%	30%	23%	50%	60%	40%	28%	58%	43%	40%	40%	68%
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	29%	33%	27%	33%	27%	49%	36%	47%	11%	31%	49%	36%	33%	62%	31%	33%	36%	62%
Informacje prospektywne	25	16%	8%	8%	24%	28%	12%	12%	16%	4%	56%	60%	20%	8%	32%	12%	8%	28%	0%
Ład, nadzór korporacyjny	60	57%	50%	63%	60%	55%	47%	53%	60%	37%	58%	57%	42%	53%	38%	40%	58%	65%	55%
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	60%	60%	88%	80%	96%	72%	84%	76%	44%	76%	68%	68%	60%	56%	60%	80%	72%	56%
Ryzyko	35	43%	37%	66%	63%	60%	71%	66%	40%	14%	66%	49%	66%	46%	34%	43%	57%	60%	63%
Wyniki i tworzenie wartości	55	27%	27%	35%	36%	51%	45%	53%	38%	20%	56%	49%	33%	18%	36%	33%	45%	44%	55%
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	0%	18%	7%	27%	9%	13%	4%	11%	18%	16%	16%	58%	0%	0%	0%	29%	69%	2%
Czytelność raportu	25	24%	40%	36%	48%	60%	36%	44%	40%	40%	56%	72%	28%	28%	20%	32%	44%	36%	52%
Suma	470	40%	42%	48%	52%	51%	51%	48%	45%	27%	54%	55%	50%	37%	44%	39%	50%	56%	51%

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 24. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2013

	Max	A	B	B	B	B	B	C	D	K	K	M	M	N	O	P	P	T	
		G	D	H	P	R	S	Z	M	B	G	T	I	S	E	R	E	K	P
		O	X	W	H	E	K	W	R	C	H	Y	L	X	T	B	O	N	S
Informacje ze sprawozdania finansowego	115	59%	62%	69%	70%	68%	74%	61%	61%	44%	67%	70%	71%	52%	64%	59%	69%	72%	62%
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	40	40%	40%	45%	45%	58%	50%	58%	30%	23%	48%	68%	48%	25%	58%	45%	40%	50%	65%
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	45	33%	44%	36%	31%	29%	42%	44%	38%	7%	38%	51%	40%	38%	71%	29%	22%	40%	64%
Informacje prospektywne	25	20%	8%	8%	4%	28%	12%	12%	16%	4%	52%	60%	20%	12%	16%	12%	8%	24%	0%
Ład, nadzór korporacyjny	60	58%	53%	68%	57%	57%	48%	60%	55%	37%	63%	55%	52%	47%	53%	40%	63%	70%	55%
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	25	60%	60%	88%	80%	88%	72%	92%	76%	44%	76%	68%	76%	60%	56%	60%	80%	80%	68%
Ryzyko	35	43%	40%	66%	63%	63%	71%	66%	40%	14%	66%	51%	69%	40%	37%	43%	66%	63%	63%
Wyniki i tworzenie wartości	55	27%	27%	35%	35%	53%	47%	49%	40%	18%	53%	40%	36%	18%	40%	35%	42%	45%	51%
Interesariusze, relacje z otoczeniem	45	0%	73%	9%	27%	4%	20%	47%	22%	7%	71%	18%	64%	0%	27%	11%	27%	67%	80%
Czytelność raportu	25	4%	40%	40%	56%	60%	40%	44%	44%	40%	60%	52%	36%	28%	24%	32%	52%	64%	48%
Suma	470	39%	49%	50%	50%	52%	52%	55%	45%	27%	60%	54%	54%	35%	49%	40%	50%	60%	58%

Źródło: opracowanie własne.

W 2001 roku żadna spółka nie przekroczyła progu 10% możliwych do uzyskania punktów w obszarze dotyczącym interesariuszy i relacji z otoczeniem. Kolejnym obszarem indeksu, do którego spółki najrzadziej się odnosiły w swoich raportach rocznych, jest obszar dotyczący ryzyka, gdzie aż 13 z 18 badanych podmiotów nie przekroczyło progu 10%. Jednocześnie można zauważyć, że kolejnym słabo opisanym w raportach obszarem są informacje prospektywne, tu 7 spółek nie przekroczyło progu 10%.

W 2005 roku w obszarze dotyczącym interesariuszy i relacji z otoczeniem obserwuje się większą ilość ujawnień niż w 2001 roku, jednak nadal aż 12 spółek nie przekracza progu 10%. Innym słabo opisanym obszarem są informacje prospektywne, gdzie 7 spółek nie przekracza progu 10%. Ponadto, na podstawie tabeli 22 zauważyć można kolejny obszar o niskim poziomie ujawnień wśród badanych podmiotów, jest to obszar dotyczący ryzyka, gdzie 3 spółki nie przekroczyły progu 10%.

W 2009 roku, podobnie jak w 2001 i 2005, informacjami ujawnianymi w najmniejszym zakresie są te związane z interesariuszami i relacjami z otoczeniem. Aż 8 spółek nie przekracza progu 10%. W obszarze informacji prospektywnych progu 10% nie przekracza 6 spółek, co w porównaniu z 7 spółkami w roku 2005, wydaje się być liczbą znaczną, zwłaszcza gdy uwzględnimy wpływ czterech lat między publikacją raportów.

W roku 2013 na temat relacji z interesariuszami ujawnienia z oceną poniżej 10% charakteryzują 5 spółek. Podobnie jak w 2009 roku, 6 podmiotów nie przekroczyło progu 10% punktów w obszarze dotyczącym informacji prospektywnych. Publikowanie informacji o planach i przewidywaniach zarządu zdaje się zatem stanowić pewien problem dla raportujących.

Tabela 25. Średnie liczby punktów w poszczególnych obszarach indeksu

Obszar indeksu	Średnia				Średnia/max			
	2001	2005	2009	2013	2001	2005	2009	2013
Informacje ze sprawozdania finansowego	47,1	67,6	73,9	73,7	40,9%	58,8%	64,3%	64,1%
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki	12,9	16,8	17,8	18,5	32,4%	42,1%	44,4%	46,3%
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu	11,3	15,1	16,6	17,4	25,2%	33,6%	36,9%	38,8%
Informacje prospektywne	3,3	4,6	4,9	4,4	13,1%	18,2%	19,6%	17,6%
Ład, nadzór korporacyjny	13,3	20,3	31,6	33,1	22,2%	33,8%	52,7%	55,1%
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje	14,0	15,1	17,4	17,8	56,0%	60,2%	69,8%	71,3%
Ryzyko	2,3	8,9	18,3	18,7	6,7%	25,6%	52,4%	53,5%

Wyniki i tworzenie wartości	15,0	18,6	21,4	21,1	27,3%	33,8%	39,0%	38,4%
Interesariusze, relacje z otoczeniem	0,4	3,2	7,4	14,3	0,9%	7,0%	16,4%	31,9%
Czytelność raportu	5,8	8,7	10,2	10,6	23,3%	34,9%	40,9%	42,4%

Źródło: opracowanie własne.

Analizując tabele 25–30 warto zwrócić uwagę na obszary indeksu, które są relatywnie wysoko punktowane, czyli takie, gdzie spółki odnotowują wysoki procent maksymalnej liczby punktów. Najlepiej ocenionym obszarem indeksu we wszystkich czterech badanych okresach były informacje dotyczące grupy kapitałowej, gdzie w każdym okresie średni procent maksymalnej liczby punktów przekraczał 50%. Drugim z kolei obszarem, w którym spółki otrzymały relatywnie wysoką liczbę punktów, były informacje ze sprawozdania finansowego. W dalszej kolejności należy wskazać obszar związany z informacjami o spółce i jej otoczeniu oraz dotyczący nadzoru korporacyjnego.

Biorąc pod uwagę przeciętny procent możliwych do zdobycia punktów w poszczególnych obszarach, należy zauważyć dość wyraźną tendencję wzrostową w latach 2005 i 2009 oraz znacznie mniejszy przyrost liczby punktów w roku 2013. Można zaobserwować, porównując dany okres do okresu wcześniejszego, iż większość spółek osiąga wyższe liczby punktów w poszczególnych obszarach indeksu. Przeciętnie poziom przejrzystości spółek rośnie.

Obszarem, w którym najczęściej występował wzrost liczby punktów (lub utrzymanie ich liczby), były informacje na temat ryzyka. Wzrosty objęły lata 2005, 2009, 2013. Ponadto podmioty regularnie rozszerzały swoje ujawnienia w latach 2005 i 2009 w obszarze ładu korporacyjnego. Dopiero w 2013 roku pojawiły się spadki liczby punktów. W pozostałych obszarach indeksu można zaobserwować, że są spółki, które osiągają niższą liczbę punktów w okresach późniejszych, czyli pogarsza się jakość ich raportów. Może to oznaczać, iż pewne ujawnienia, za które w okresach wcześniejszych przyznano punkty, zostały później ograniczone lub w ogóle z nich zrezygnowano. Najbardziej zmiennymi obszarami indeksu w tym kontekście były: informacje prospektywne, informacje na temat strategii oraz ujawnienia na temat wyników i tworzenia wartości. Spółki po prezentacji określonych treści w jednym okresie, często podejmowały decyzje (także w 2013 roku) o ich ograniczaniu lub ich zaniechaniu w okresie późniejszym. Co istotne, trzy wymienione obszary wydają się być jednymi z bardziej interesujących potencjalnych odbiorców raportów.

Tabela 26. Wzrost/spadek/brak zmian liczby punktów w poszczególnych obszarach ujawnień pomiędzy badanymi okresami

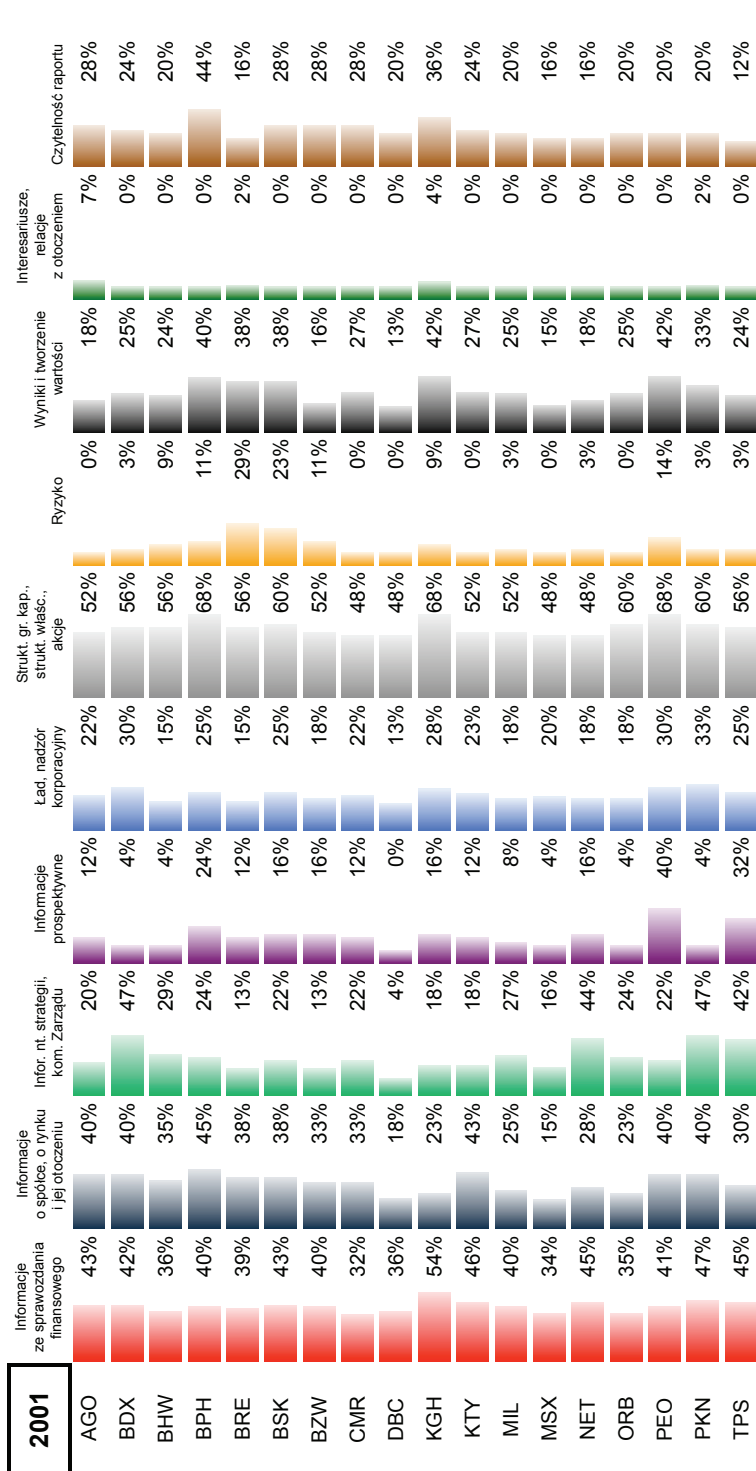
	AGO	BDX	BHW	BPH	BRE	BSK	BZW	CMR	DBC	KGH	KTY	MIL	MSX	NET	ORB	PEO	PKN	TPS
Informacje ze sprawozdania finansowego																		
2005/2001	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2009/2005	△	△	△	△	△	△	△	▼	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2013/2009	△	▼	△	△	△	=	=	△	△	△	△	▼	▼	=	△	△	△	▼
Informacje o spółce, rynku i otoczeniu spółki																		
2005/2001	△	△	△	△	△	△	△	△	△	=	△	△	△	△	△	△	△	△
2009/2005	=	▼	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2013/2009	▼	=	△	△	△	△	△	=	△	△	△	△	△	△	△	=	△	△
Informacje na temat strategii, komentarz zarządu																		
2005/2001	=	▼	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2009/2005	△	△	=	△	△	△	△	△	△	△	△	=	▼	△	△	△	△	△
2013/2009	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
Informacje prospektywne																		
2005/2001	▼	△	=	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2009/2005	△	△	△	△	△	△	△	△	△	=	△	△	△	△	△	=	△	△
2013/2009	△	=	△	△	△	△	△	=	△	△	=	△	△	△	△	=	△	=
Ład, nadzór korporacyjny																		
2005/2001	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2009/2005	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2013/2009	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje																		
2005/2001	△	△	△	△	△	△	△	△	△	=	△	△	△	△	△	△	△	△
2009/2005	=	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	=	△	△	△	△	△	△
2013/2009	=	=	△	△	△	△	△	=	△	△	=	△	△	△	=	△	△	△
Ryzyko																		
2005/2001	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2009/2005	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
2013/2009	=	△	=	△	△	△	△	=	△	△	=	△	△	△	=	△	△	△

	AGO	BDX	BHW	BPH	BRE	BSK	BZW	CMR	DBC	KGH	KTY	MIL	MSX	NET	ORB	PEO	PKN	TPS	
	Wyniki i tworzenie wartości																		
2005/2001	△	△	=	△	△	▼	△	△	△	△	△	△	△	△	△	▼	△	△	△
2009/2005	=	=	△	▼	△	△	△	△	=	△	△	▼	=	△	▼	△	▼	△	△
2013/2009	=	=	=	▼	△	△	△	△	△	▼	△	△	=	△	△	▼	△	△	▼
	Interesariusze, relacje z otoczeniem																		
2005/2001	=	△	=	△	=	△	△	=	△	△	△	△	=	=	=	△	△	=	△
2009/2005	▼	△	△	△	△	△	=	△	=	△	△	△	=	=	=	△	△	△	△
2013/2009	=	△	△	=	▼	△	△	△	△	△	△	△	=	△	△	▼	△	△	△
	Czytelność raportu																		
2005/2001	△	△	△	△	△	△	=	△	△	△	△	△	▼	△	△	△	△	△	=
2009/2005	▼	△	=	▼	△	△	△	=	△	△	△	△	△	△	△	=	△	△	△
2013/2009	▼	△	=	△	=	△	△	=	△	△	△	△	=	△	△	=	△	△	△

△ – oznacza większą lub równą liczbę punktów w danym obszarze w porównywanych okresach; ▼ – oznacza mniejszą liczbę punktów w danym obszarze w porównaniu do okresu wcześniejszego; = – oznacza brak zmiany liczby punktów w danym obszarze w obu porównywanych okresach.

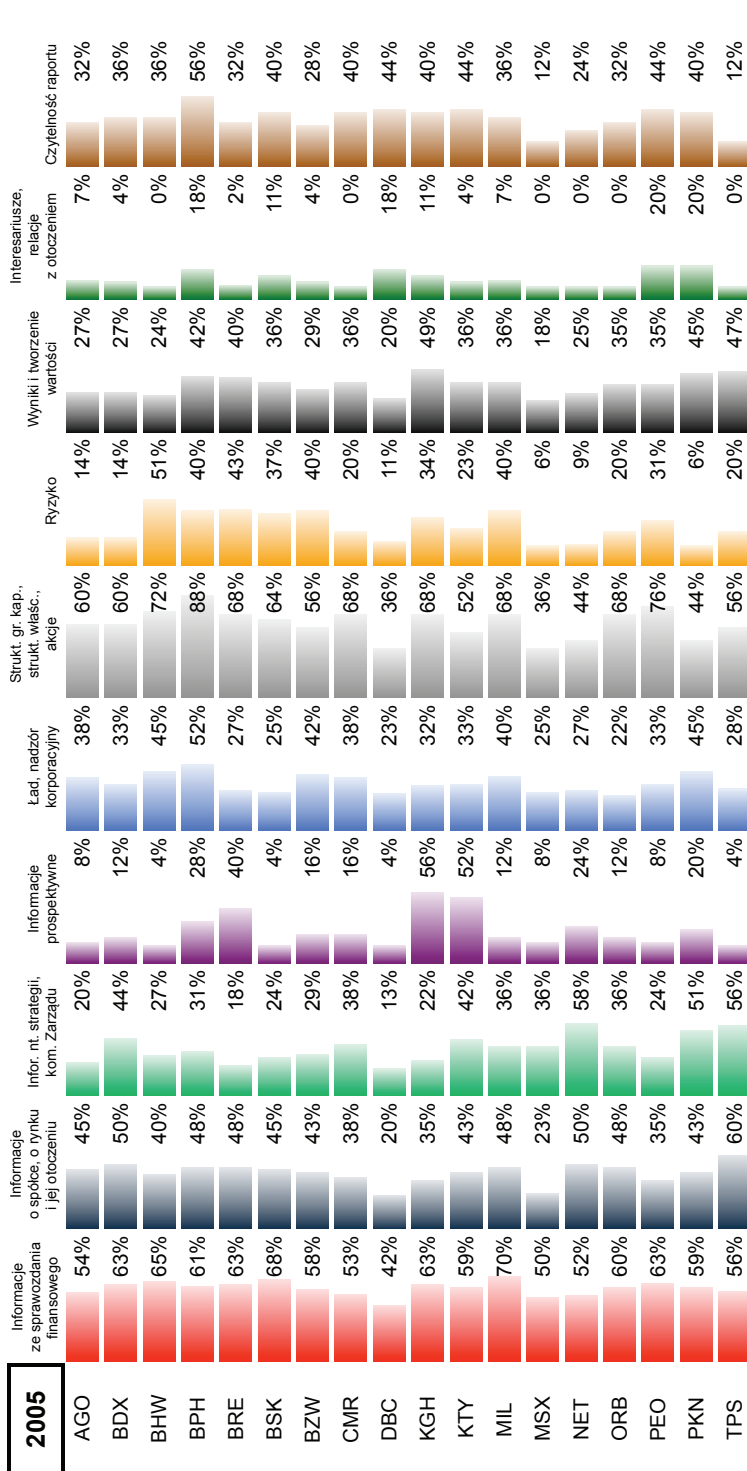
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 27. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2001 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze



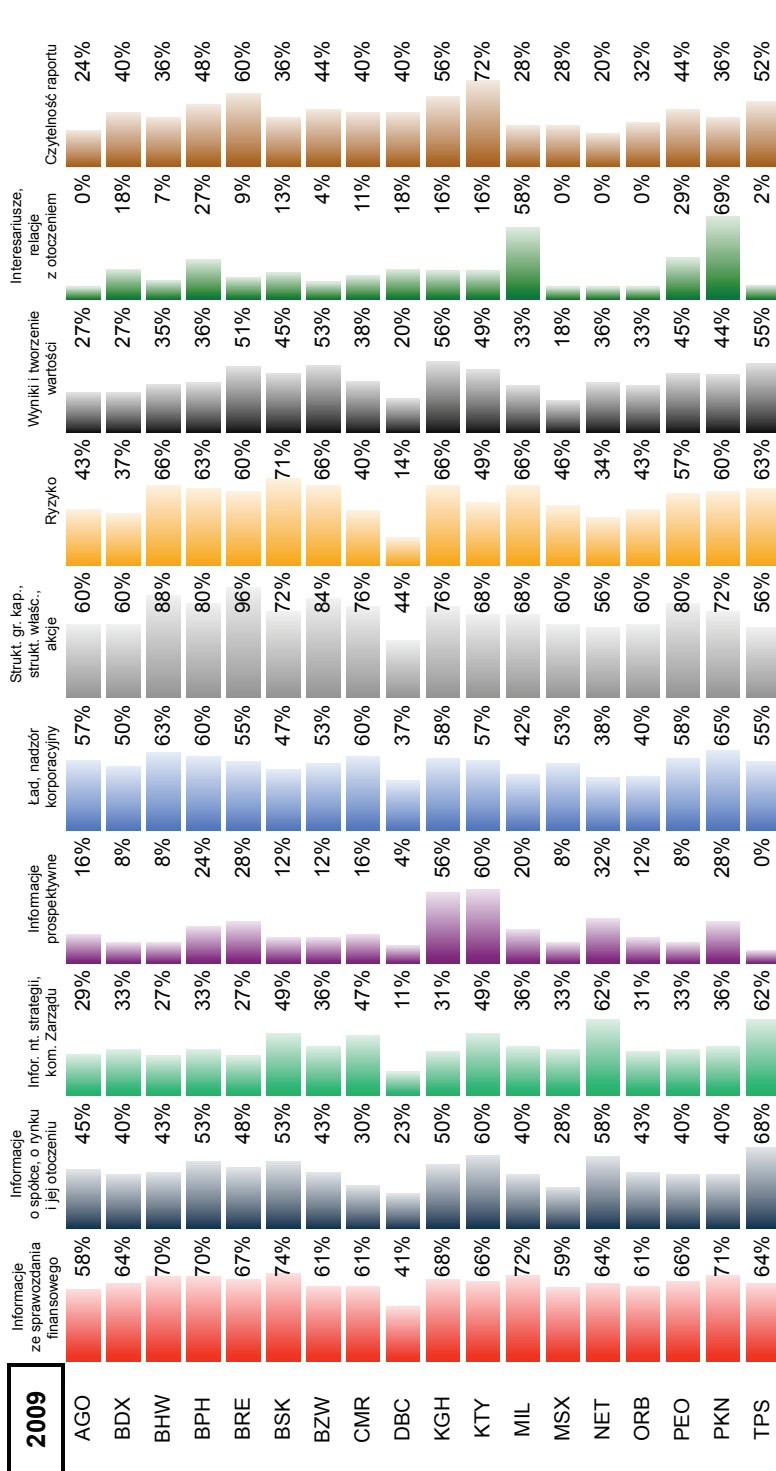
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 28. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2005 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze



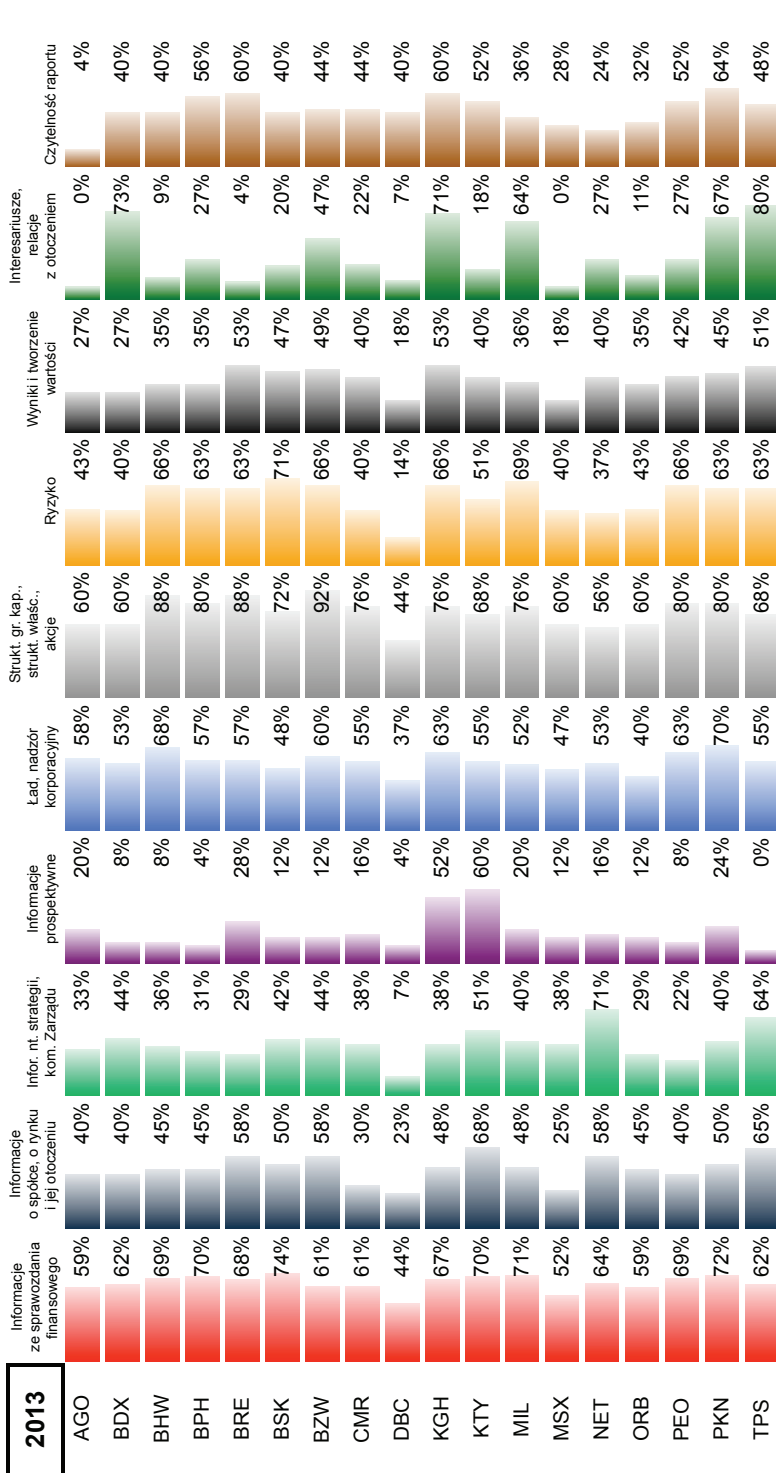
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 29. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2009 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 30. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2013 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze



Źródło: opracowanie własne.

Poza zmiennością poziomu ujawnień pojedynczych podmiotów ilustracja odsetka maksymalnej liczby punktów w obszarach pozwala wnioskować o zróżnicowanym poziomie ujawnień wśród badanych podmiotów. Wskazują na to także przedstawione wcześniej statystyki opisowe. Szczególnie widoczne jest to w obszarach: informacje prospektywne, interesariusze, relacje z otoczeniem oraz ryzyko. Występuje tu wyraźny podział na spółki o relatywnie wysokiej ocenie ujawnień oraz na te o znacznie niższej.

Uzyskane przez spółki wartości indeksu ujawnień zależą zarówno od publikacji informacji wymaganych prawem, jak i informacji publikowanych dobrowolnie. Każda spółka decyduje indywidualnie, w jakim obszarze i o jakim charakterze informacje ujawnić. Analiza zawartości raportów rocznych spółek giełdowych sugeruje, że na poziom przejrzystości spółek wpływają ujawnienia dobrowolne i obowiązkowe. Wynika to z faktu, iż spółki wypełniają te zapisy w różny sposób. Przykładem potwierdzającym takie postępowanie może być opis polityki rachunkowości. Jest on wymagany zarówno przez polskie przepisy, jak i MSR/MSSF. Można jednak wypełnić ten obowiązek powielając zapisy regulacji, podając jedynie parametry wyceny poszczególnych pozycji bez bliższego wyjaśnienia lub uzasadnienia wyboru metody wyceny. Można również ten sam wymóg wypełnić opisując politykę rachunkowości w bardziej czytelnym sposobie, unikając powielania zapisów regulacji. Innym przykładem może być treść sprawozdania z działalności, która może swoją strukturą odpowiadać wprost wykazowi informacji wymaganych przez regulacje. Taki sposób wypełnienia obowiązku nie zawsze prowadzi do wygenerowania wysokiej jakości ujawnień podnoszących przejrzystość podmiotu i sugeruje, że głównym celem przy sporządzaniu raportu było wypełnienie wymogów prawa. Dlatego wiele z badanych spółek odchodzi od takiego podejścia na rzecz formy raportu, która będzie lepiej spełniać potrzeby informacyjne odbiorcy. Różne podejścia do sporządzania raportu są jednym z czynników mogących powodować wspomniane wyżej zróżnicowanie poziomu przejrzystości badanych spółek.

Rozdział 5

Wnioski i uwagi końcowe

5.1. Wnioski z analizy zawartości raportów

5.1.1. Sprawozdanie finansowe

Po wprowadzeniu obowiązku przygotowania sprawozdania skonsolidowanego w oparciu o Międzynarodowe Standardy Rachunkowości/Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, poprawie uległ zakres informacji wykazywanych w sprawozdaniu, szczególnie w obszarze aktywów i zobowiązań finansowych. W naturalny sposób sprawozdania finansowe polskich spółek giełdowych stały się bardziej porównywalne ze sprawozdaniami spółek zagranicznych przygotowanymi w oparciu o ten sam zestaw standardów. W trakcie badania raportów rocznych spółek zaobserwowano, że kształt sprawozdania finansowego, sposób jego prezentacji, poziom dezagregacji poszczególnych jego pozycji, w większej mierze zależą obecnie (to jest po przejściu na MSSF) od decyzji podmiotu. Dowolność ta, wynikająca z obowiązywania zasad o wyższym stopniu ogólności w zakresie prezentacji sprawozdania finansowego, jest niewątpliwie ułatwieniem dla przygotowującego sprawozdanie, umożliwiającym zindywidualizowane podejście do kształtowania sprawozdania finansowego. Spółka wydaje się mieć więcej możliwości decydowania o ujawnianiu poszczególnych informacji. Powstaje pytanie, czy korzyści omawianej większej swobody podmiotów w tym obszarze można przypisać również odbiorcy raportu.

Z pewnością korzystna powinna być większa porównywalność raportów spółek z różnych krajów. Z drugiej strony, jak zauważono, omawiana swoboda może powodować trudności w analizie sprawozdania, którego układ w każdej spółce może być inny. Analiza i interpretacja informacji w nim zawartych może być szczególnie utrudniona, jeśli ocenie poddanych jest kilka raportów różnych spółek za ten sam okres. Użytkownik sprawozdania po przeczytaniu raportu jednej spółki, analizując kolejny napotyka odmienny jego kształt, inny układ informacji, czasem inny zakres informacji, co może powodować konieczność poświęcenia większej ilości czasu na jego przeczytanie i zrozumienie. Tę niedogodność można by zniwelować poprzez rozważenie sformułowania bardziej szczegółowych zaleceń do samego sposobu jego prezentacji.

Dalszym rozważaniom należałoby poddać fakt, że niektóre spółki zarówno w roku 2013, 2009, jak i 2005, prezentowały dosłownie powtórzone fragmenty sprawozdania (opisy polityki rachunkowości). Oznacza to, iż prawdopodobnie przez 8 lat treści te nie uległy zmianie. Obserwacja ta pozwala sugerować przynajmniej dwa możliwe wytłumaczenia. Spółka jest przekonana, że wypracowany opis polityki rachunkowości z roku 2005 był bliski lub równy optymalnemu i nie było podstaw do jego zmiany czy poprawy w kolejnych latach. Innym prawdopodobnym wytłumaczeniem może być zbyt mała uwaga poświęcona temu zagadnieniu przez przygotowującego raport. Moment przejścia sprawozdających na Międzynarodowe Standardy Rachunkowości w 2005 roku znalazł swoje odzwierciedlenie w znacznym przyroście oceny ujawnień w sprawozdaniu finansowym, w tym opisu polityki rachunkowości. Zmiana ta była wynikiem nowych regulacji i zmusiła spółki do jego przeformułowania. W późniejszych latach takich zmian już nie udało się zaobserwować. Wzrost oceny ujawnień w latach 2009 i 2013 (o ile w ogóle wystąpił) był już znacznie mniejszy. Należałoby wnioskować, że istnieje ryzyko, iż podmiot sprawozdający nie weryfikuje każdorazowo wszystkich elementów sprawozdania. Sprawozdania są weryfikowane zewnętrznie, co implikuje ich zgodność z obowiązującymi regulacjami. Wypełnienie obowiązków prawnych nie determinuje jednak dostarczenia przydatnej informacji odbiorcy sprawozdania. Być może niedostateczną ilość uwagi poświęca się właśnie temu priorytetowemu celowi.

Zdaniem autora należy rozważyć sformułowanie dobrych praktyk lub rekomendacji, które uporządkowałyby sposób prezentacji sprawozdania finansowego. Miałoby to ułatwić przede wszystkim lokalizację poszczególnych pozycji w sprawozdaniu. Zdarza się bowiem, iż spółki prezentując w dużym stopniu taki sam zestaw not objaśniających w latach kolejnych (o bardzo zbliżonej formie i treści) decydują się na zmianę ich kolejności. Układ sprawozdania jest inny, natomiast poszczególne jego elementy pozostają w niezmiennym kształcie. Analizując raporty, nie udało się znaleźć uzasadnienia takiego postępowania.

5.1.2. Uwagi do pozostałych części raportu rocznego

5.1.2.1. Uwagi ogólne

Jak opisano to w uwagach do obszarów indeksu ujawnień o numerach od II do X, czyli dotyczących informacji poza sprawozdaniem finansowym, wiele zastrzeżeń dotyczyło braku danego rodzaju informacji,

których spodziewano się zgodnie z listą pozycji zawartych w indeksie ujawnień. Należy zauważyć, iż fakt, że spółka nie publikuje informacji, nie oznacza jednocześnie, iż zdarzenie czy sytuacja będące jej podstawą w rzeczywistości nie wystąpiły. W rezultacie czytający raport nie wie, czy brak informacji oznacza brak podstaw do ich ujawnienia czy też jest wynikiem decyzji spółki o ich nieujawnianiu. W przypadku gdyby obowiązek publikacji informacji był na spółkę nałożony, musiałaby się ona odnieść do danego zagadnienia, nawet jeśli byłoby to tylko stwierdzenie braku podstaw do publikacji danej informacji. Nie wydaje się jednak konieczne, by wymóg taki miał mieć formę obowiązującego przepisu prawa. Można by w tym przypadku zastosować podejście prawa miękkiego (*soft law*), jak w przypadku regulacji dotyczących nadzoru korporacyjnego. Spółka przygotowałaby sprawozdanie w oparciu o zestaw wytycznych. W razie braku ujawnienia określonej informacji, powinna wskazać przyczyny takiego odstąpienia. Odbiorca miałby wtedy pewność, że spółka nie zaniedbuje rozważenia ujawnienia jakiejś informacji. Spółka informowałaby w takiej sytuacji jednoznacznie, czy dane zdarzenie miało miejsce. Brak ujawnień określonych w zaleceniach oraz brak wyjaśnienia takiej decyzji w raporcie spółki byłby jednocześnie sygnałem dla odbiorcy raportu budzącym wątpliwości w zakresie wiarygodności podmiotu sprawozdającego.

Wydaje się, że zalecenia takie byłyby także pomocne dla przygotowującego sprawozdanie, który niekiedy może pomijać pewne informacje, sądząc, iż są nieistotne. Informacji o takiej decyzji zwykle jednak nie ujawnia. Sprawozdanie składałoby się wtedy z pozycji zawierających określone ujawnienia oraz pozycji, gdzie spółka informowałaby odbiorcę sprawozdania o braku podstaw do przekazania określonej informacji. Bardzo prawdopodobne, iż to nie wykluczyłoby zachowań polegających na ukrywaniu informacji (kwestia wiarygodności uzasadnienia o braku podstaw do ujawnienia), jednak powinno wpłynąć na wyższy poziom przejrzystości spółki.

Sprawozdanie z działalności i sprawozdanie finansowe stanowią uzupełniające się wzajemnie elementy. Dyskusyjne w tym kontekście wydają się być decyzje spółek o powtarzaniu (często dosłownym) zapisów ze sprawozdania finansowego w sprawozdaniu z działalności. Można argumentować, iż powielanie informacji podkreśla szczególną wagę, jaka jest przywiązywana do danego ujawnienia. Z drugiej jednak strony czytający sprawozdanie z działalności, napotykając dwukrotnie ten sam tekst w tym samym raporcie rocznym, może odnieść wrażenie odwrotne i nabrać przekonania o niedostatecznej uwadze poświęconej przygotowaniu raportu i niedostatecznemu zadbaniu o jego spójność. Powielanie informacji niepotrzebnie zwiększa rozmiar raportu, a ponadto może

angażować czytelnika w analizę informacji już raz odebranych. Wydaje się, że w czasach, w których raport może liczyć nawet setki stron, takie postępowanie nie sprzyja przejrzystości spółki. Zamiast powtarzania informacji lepszym rozwiązaniem wydaje się stosowanie odniesień, odsyłaczy do innych części raportu rocznego.

Należy zakładać, iż wszelkie ujawnienia zawarte w raportach są wynikiem określonych decyzji podejmowanych przez zarządy i zespoły przygotowujące raporty. Zestaw wskazanych w indeksie ujawnień oczekiwanych treści, których publikacja ma podnosić poziom przejrzystości podmiotu, jest wynikiem analizy rozwoju kierunków raportowania na świecie. Wiele badanych spółek podjęło decyzję o prezentacji informacji, które były zgodne z postulowanymi w indeksie. Jednocześnie tak istotne ujawnienia na temat strategii czy wyników i tworzenia wartości były ograniczane w kolejnych okresach. Podobnie zdarzały się sytuacje (także w 2013 roku), że skracano horyzont czasowy przedstawianych wyników finansowych czy operacyjnych. Zatem po początkowej decyzji o wprowadzeniu do raportu nowej informacji później rezygnowano z jej ujawnienia bądź jej zakres był ograniczany. Można tu jedynie domniemywać o przyczynach takiego zachowania. Nie można wykluczyć, iż zmiany osób odpowiedzialnych za przygotowanie raportu oraz nadzorujących ten proces członków zarządu wpłynęły na kształt raportu. Tym samym sugeruje to, że decyzje o ograniczaniu ujawnień są w pełni świadome i mają konkretne uzasadnienie. Inną możliwą przyczyną zmiany decyzji o zakresie prezentowanych informacji może być niedostateczne akcentowanie w spółce nadrzędnego celu, jakim powinien być priorytet przydatności raportu dla odbiorcy końcowego. Może to wynikać z niewystarczającej świadomości rosnących potrzeb informacyjnych czytających raporty.

Motywy decyzji o ograniczaniu ujawnień są równie interesujące jak te leżące u podstaw decyzji o pierwotnym ich zwiększeniu. Być może wcześniejsza decyzja o publikacji danych treści nie była bezpośrednio dyktowana chęcią odpowiedzi na rosnące oczekiwania odbiorców. Innym powodem spadku przejrzystości może być również niedostrzeżenie korzyści z tego wynikających. Przygotowanie i prezentacja informacji zwykle pociąga za sobą pewien wysiłek, a tym samym koszt. Potencjalnie podmiot raportujący może więc ograniczać zakres publikacji, zanim pojawić się mogą korzyści z tego wynikające. Podnoszenie przejrzystości nie jest bowiem jednorazowym aktem, a raczej procesem. Efekty tego procesu mogą się jednak pojawić dopiero w długim okresie. Niewątpliwie kwestia rezygnacji z umieszczania pewnych elementów w raportach stanowi ciekawy obszar do potencjalnych przyszłych badań.

5.1.2.2. Uwagi dotyczące zakresu informacji

Na podstawie obserwacji opisanych w rozdziale czwartym można wskazać zagadnienia, których poziom ujawnień powinien ulec poprawie.

Spółki powinny rozważyć silniejsze akcentowanie **strategii** oraz środków, przy pomocy których jest ona realizowana. Najlepiej, jeśli spółka wprost przedstawia swoją strategię. Nawet w 2013 roku zdarzały się sytuacje, gdy nie była ona jasno komunikowana. Wyróżniona sekcja czy rozdział wydają się być tutaj w pełni uzasadnione. Zdarza się bowiem, że raportujący wprawdzie informują o strategii, ale są to informacje podawane pośrednio i często rozproszone. Tym samym ich przydatność dla odbiorcy może być ograniczona. Opis strategii i punktu widzenia zarządu co do kierunku rozwoju przedsiębiorstwa nie powinien mieć charakteru ogólnikowego. Przede wszystkim mało publikuje się informacji pozwalających ocenić, czy i w jakim stopniu cele są realizowane. Dobrze także gdyby były to informacje ilościowe w postaci mierników celów strategicznych i operacyjnych. Spółki zwykle jedynie wzmiankują o zamierzeniach na kolejne okresy. Odbiorcy raportu skorzystaliby także na ujawnieniach odnośnie do relacji między strategią o osiąganymi wynikami i ponoszonym ryzykiem. Dzięki temu odbiorca raportu jest w stanie lepiej ocenić konsekwencję i spójność w działaniach zarządu.

Obszar dotyczący **informacji ogólnych, rynku oraz otoczenia spółki** jest relatywnie dobrze oceniony. Niemniej poprawie mogłyby ulec ujawnienia ukazujące podmiot w kontekście jego pozycji na rynku oraz głównych konkurentów. Niewiele jest przykładów porównywania się z innymi podmiotami. Ponadto nie wszystkie spółki w pełni prezentują **otoczenie prawne i regulacyjne**. Dla odbiorców szczególnie ważne mogą być ujawnienia na temat potencjalnego wpływu zmian prawa na działalność jednostki. Odbiorca raportu nie zawsze ma możliwość pozyskiwania i śledzenia informacji na temat wszelkich projektowanych i obowiązujących regulacji, które mogą zmieniać warunki funkcjonowania podmiotu. Niektóre spółki (także w 2013 roku) nie ujawniały w ogóle takich informacji. Tylko nieliczne osiągnęły natomiast wysokie noty za tę pozycję indeksu (spółki telekomunikacyjne). Spółki powinny także rozważyć prezentowanie większej ilości informacji na temat **dostawców i klientów** (w szczególności tej drugiej grupy). Poza informacjami o liczbie klientów można również ujawniać zmiany w oczekiwaniach klientów, wskaźniki dotyczące lojalności czy satysfakcji klientów.

Obszarem, w którym pożądana jest wyraźna poprawa przejrzystości, są informacje na temat **zamierzeń i prognoz**. Powinny być one

zestawione z założeniami leżącymi u ich podstaw. Ponadto warto przedstawić stopień niepewności ich realizacji oraz poziom wrażliwości prognoz na zmieniające się parametry. Podobnie jak w przypadku strategii, wskazane jest prezentowanie informacji ilościowych, a nie tylko opisowych. W badanych raportach jeśli już są prezentowane plany czy prognozy, to są to zwykle opisy niepozwalające choćby w przybliżeniu określić przyszłych przychodów, kosztów czy przepływów. Wśród badanych spółek (poza nielicznymi wyjątkami) większość podmiotów nie publikuje informacji prospektywnych. Co istotne, takie podejście wydaje się nie ulegać zmianie na przestrzeni lat 2001–2013. Wydaje się, że nawet jeśli treść ujawnień miałyby wynikać z prognoz eksperckich, opartych na doświadczeniu (nie na modelach), informacje takie byłyby przydatne dla odbiorcy. Może on wtedy bowiem ocenić podejście zarządu do rozwoju jednostki, analizując jego wizję i prognozę zarówno sytuacji zewnętrznej, jak i wewnątrz podmiotu.

Obszar dotyczący **ładu korporacyjnego** jest dość dobrze przedstawiany przez badane podmioty. Rozszerzeniu natomiast mogłyby ulec ujawnienia na temat wynagrodzenia osób zarządzających i nadzorujących. Wynagrodzenia te powinny być podzielone na podstawowe i nagrody. Jednocześnie należy przedstawić zasady naliczania nagród i premii. W raportach brakuje też czasem szerszej informacji na temat osób zasiadających w zarządzie czy radzie nadzorczej (życiorys, okres zatrudnienia). Ponadto poprawie powinny ulec ujawnienia na temat działania rady nadzorczej. Część spółek, także w 2013 roku – nie prezentuje dokładnych opisów działania rady w ciągu roku.

W ujawnieniach na temat **ryzyka** nastąpił wyraźny postęp w latach 2001–2013. Większość spółek przynajmniej identyfikuje ryzyka mające wpływ na działanie podmiotów. Poprawie powinny ulec opisy sposobów pomiaru i szacowania ryzyka. Ponadto treściom dotyczącym systemów organizacji zarządzania ryzykiem towarzyszyć powinny informacje na temat stosowanych sposobów oceny skuteczności zarządzania ryzykiem.

Spółki powinny rozważyć publikację **wyników finansowych i operacyjnych**, analizy finansowej za okresy dłuższe niż nałożone regulacjami dwa lata. Pozwala to na obserwację trendu, kierunku zmian danych pozycji, co jest niemożliwe w przypadku danych za okres dwóch lat. W przeciwnym wypadku odbiorca zmuszony jest do sięgania po raporty wcześniejsze lub też do źródeł informacji oferowanych przez podmioty zewnętrzne. Ponadto przydatne mogą się okazać ujawnienia wielkości śródrocznych (finansowe i operacyjne), których nie publikowała prawie żadna spółka w ciągu czterech badanych okresów.

Mało jest ujawnień dotyczących takich kwestii jak **kluczowe mierniki efektywności** oraz **kluczowe źródła wartości** spółki. Powinny tutaj

pojawić się informacje na temat miar finansowych i niefinansowych, a w przypadku źródeł wartości czynniki materialne i niematerialne. Jeśli już spółki prezentują powyższe ujawnienia, są one zwykle rozproszone i ogólnikowe. A są to na tyle istotne dla odbiorcy treści, że powinny być prezentowane w jasny i czytelny sposób. Spółka publikuje zwykle szereg miar reprezentujących osiągnane wyniki. Niezwykle ważna jest tutaj decyzja zarządu co do wyboru jedynie kilku mierników czy źródeł i wskazanie ich jako kluczowych. Pozycje te powinny po części wynikać z przyjętej strategii. Zwykle bowiem miary takie mogą być pomocne w określeniu stopnia jej realizacji. Ponadto brakuje też wskazania w raportach, jaka jest relacja osiągniętych wyników finansowych i operacyjnych do wielkości zakładanych. Ma to bezpośredni związek z niskim zakresem ujawnień na temat informacji prospektywnych.

W obszarze ujawnień na temat **relacji z interesariuszami** nastąpił wyraźny postęp na przestrzeni badanych lat. Większość spółek dostrzega konieczność prezentowania informacji związanych ze społeczną odpowiedzialnością biznesu czy zrównoważonym rozwojem. Coraz więcej spółek prezentuje dedykowany temu raport lub rozdział w raporcie rocznym. Często są to jednak tylko informacje ogólnikowe, a ponadto obszar ten traktowany jest jako niezwiązany z podstawową działalnością jednostki. Spółki powinny podjąć próbę jasnego przedstawiania podejścia do społecznej odpowiedzialności. Mowa tu głównie o ukazaniu formalnej polityki społecznej odpowiedzialności biznesu czy zrównoważonego rozwoju oraz wskazaniu jej powiązań ze strategią, misją, wynikami, ryzykiem czy polityką ładu korporacyjnego. Tym sposobem odbiorca otrzyma komunikat, iż podejmowanie działań w omawianym obszarze wynika z konkretnych decyzji zarządu i jest wpisane w rozwój jednostki (a nie jest wynikiem przykładowo popularności czy medialności tej tematyki). W dalszej kolejności przydatne dla czytających raporty są informacje na temat interesariuszy – w szczególności ważne jest, by wskazać kluczowych interesariuszy oraz sposób, w jaki grupa ta została określona. Ponadto konieczne jest prowadzenie dialogu z interesariuszami w celu lepszego poznania ich oczekiwań informacyjnych. Docelowo raportujący powinni rozważyć wykorzystanie międzynarodowych wytycznych odnośnie do raportowania pozafinansowego (np. GRI).

W kontekście **raportowania pozafinansowego** należy docenić fakt stosowania przez niektóre badane spółki wytycznych międzynarodowych (głównie Global Reporting Initiative). Szczególnie w 2013 roku widoczna była pozytywna zmiana w tym zakresie. Ujawnienia przygotowane zgodnie z wytycznymi przyniosły określone korzyści dla ich odbiorców. Zgodność raportu z nimi wymusza bowiem na podmiocie

publikację określonych treści. Szczególnie interesujące wydaje się jasne wskazywanie misji i wizji organizacji, prezentacja danych finansowych i operacyjnych za okresy dłuższe niż w pozostałych dokumentach czy czytelne przedstawienie profilu jednostki. Należy tutaj podkreślić, że wymienione powyżej pozycje nie pojawiły się jednocześnie w pozostałych dokumentach. Stosowanie wytycznych dotyczących raportowania (w tym pozafinansowego) może zatem przyczynić się do generowania informacji przydatnych także dla akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów, a nie tylko dla pozostałych interesariuszy. Co ważne, aż 6 spółek w roku 2013 przygotowało swoje raporty w oparciu o wytyczne GRI (w wersji G3.1 lub najnowszej G4), a 3 z nich były zweryfikowane zewnętrznie. Może to dowodzić, że spółki zaczynają uświadamiać sobie znaczenie procesu zwiększania przejrzystości, który postępuje także na innych rynkach na świecie, a raportowanie pozafinansowe czy zintegrowane staje się głównym kierunkiem rozwoju współczesnej sprawozdawczości.

5.1.3. Uwagi dotyczące raportu jako całości

Wspomniane powyżej sugestie wskazują, o jakie zagadnienia spółki powinny rozszerzyć ujawnienia w raporcie rocznym. Należy tutaj zwrócić uwagę, że prawdopodobnie część z tych informacji jest generowana przez spółkę. Możliwe, iż są one również publikowane, ale poza raportem rocznym (lub z opóźnieniem, już po publikacji raportu rocznego), może znajdować się na stronie internetowej spółki. Nie usprawiedliwia to jednak braku tych informacji w raporcie rocznym. Przy i tak już obszernych współczesnych raportach, odbiorca nie powinien być „zmuszany” do sięgania po kolejne źródła informacji generowanej przez spółkę, mając na uwadze, iż ciągle to raport roczny jest podstawowym dokumentem informującym o dokonaniach podmiotu.

Istotnym czynnikiem wpływającym na przejrzystość spółki jest czytelność raportu rocznego. Spółki powinny w szczególności zadbać o wyjaśnienie wszelkich skrótów, zwrotów obcojęzycznych, wyrażeń specjalistycznych. Brak takiego objaśnienia zwykle utrudnia odbiór informacji i może wymagać od odbiorcy korzystania z dodatkowych źródeł. Raportujący powinni także ułatwiać odbiorcy nawigację po raporcie.

Ciekawa wydaje się obserwacja ukazująca, iż część treści prezentowanych w raportach nie ulega zmianie na przestrzeni czterech czy nawet ośmiu lat. Przypadki takie obserwowano zarówno w sprawozdaniu finansowym (np. przy opisie polityki rachunkowości), jak i w sprawozdaniu zarządu (np. przy opisie czynników wpływających na działanie spółki).

Nie można wykluczyć, że ujawnienia te nie straciły swej istotności przez ten okres i nie zachodziła potrzeba jakiegokolwiek ich modyfikacji. Taka sytuacja może mieć miejsce w przypadku sprawozdania finansowego, gdzie raz opracowana polityka rachunkowości nie zmieniła się w przeważającej części i spółka powiela z roku na rok jej opis. W przypadku jednak sprawozdania z działalności zapis powtórzony w latach 2009 i 2013 czy 2005 i 2009 jest zastanawiający. Dotyczy to niewielkich fragmentów raportu, ale i tak rodzi pytania o aktualność informacji. Być może mniej wątpliwości opis taki rodziłby, gdyby został opatrzony dodatkową adnotacją, że określone akapity są dosłownie powtórzonymi treściami raportu z roku ubiegłego, gdyż pozostają nadal aktualne. Wtedy odbiorca miałby pewność, iż powtarzanie fragmentów słowo w słowo jest świadomą decyzją, a nie na przykład wynikiem niedopatrzenia.

Innym zagadnieniem istotnym w kontekście przejrzystości spółki jest publikowanie przez niektóre spółki dwóch różnych wersji raportu rocznego. Jedna to wersja do KNF, której zawartość musi wypełniać określone wobec spółek giełdowych obowiązki informacyjne. Druga to wersja dla publiczności (raport inwestorski, marketingowy), która może być zarówno rozszerzeniem, jak i skrótem wersji do KNF. Publicznie dostępne są obie wersje raportu. Należy się zatem spodziewać, iż interesariusz poszukujący informacji o spółce skorzysta z obu wersji, uzasadniając to chęcią posiadania jak najpełniejszej informacji.

Można zapytać o sens generowania i publikowania dwóch wersji raportu. Jeśli odbiorca analizując jedną z wersji raportu, nie odnajdzie w niej poszukiwanych informacji, zmuszony będzie do analizy drugiej wersji raportu. Wiedząc jednak, że różnice w zakresie informacji w obu wersjach raportu mogą być zarówno na korzyść wersji KNF, jak i wersji dla publiczności, odbiorca prawdopodobnie z góry założy konieczność analizy obu raportów. Wydaje się to szczególnie kontrowersyjne, jeśli w raporcie dla publiczności informacje tylko pozornie sprawiają wrażenie odmiennych. W rzeczywistości mogą to być dosłownie powielone zapisy różniące się jedynie układem tekstu lub innym formatowaniem.

Wydaje się, że przejrzystości mogłoby sprzyjać przyjęcie za nadrzędną zasady dostarczania informacji szerokiemu kręgowi interesariuszy w postaci jednego zwięzłego dokumentu. Każdy odbiorca mógłby odnaleźć w nim interesujące go treści, bez konieczności analizowania kilku wersji raportu. Za takim rozwiązaniem przemawia fakt, iż możliwe jest przygotowanie wersji raportu, która spełnia wymogi KNF, a jednocześnie jego zawartość daleko poza nie wykracza, prezentując treści będące przedmiotem zainteresowania pozostałych interesariuszy (na przykład pracowników, klientów, organizacji ekologicznych). Dodatkowe utrudnienie dla odbiorcy raportu stanowi fakt, iż większość spółek nie określa

jednoznacznie, do kogo adresowany jest raport dla publiczności. Wyraźne określenie odbiorcy – jako na przykład interesariuszy poszukujących informacji o aspekcie ekonomicznym albo interesariuszy takich jak klienci, społeczność lokalna – z pewnością sprzyjałoby przejrzystości spółki.

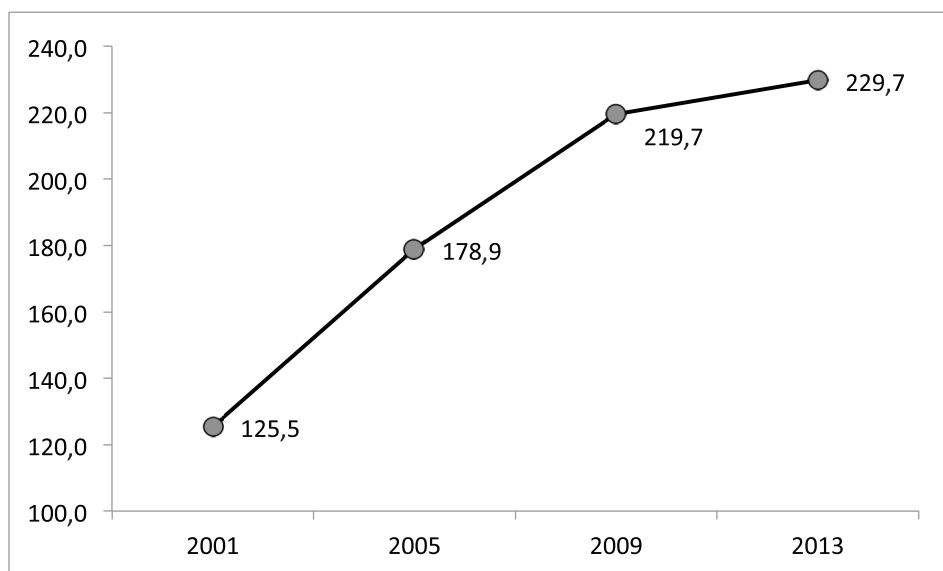
Jeśli docelowymi odbiorcami mają być klienci, pracownicy, społeczność lokalna, to powinno się w raportach publikować więcej informacji ich dotyczących. Jeśli natomiast mają to być głównie akcjonariusze obecni lub potencjalni, więcej informacji należałoby poświęcić aspektom ekonomicznym. Analiza zawartości raportów badanych spółek pokazała jednak, iż wersja dla publiczności, w przypadku ograniczenia zakresu informacji ekonomicznych w porównaniu do wersji KNF i jednocześnie dodaniu nowych treści odnośnie do innych interesariuszy, w rezultacie może nie spełniać oczekiwań żadnego z odbiorców. Wynika to często z ograniczonego zakresu informacji w obszarze społecznej odpowiedzialności biznesu czy zrównoważonego rozwoju.

Z podanych wyżej powodów generowanie dwóch wersji raportu rocznego, które w zależności od decyzji spółki wnoszą lub nie wnoszą nowych treści, wydaje się dyskusyjne. Zdaniem autora, warto rozważyć rozwiązanie polegające na zalecaniu generowania tylko jednego raportu, który spełniałby możliwie najszersze potrzeby informacyjne interesariuszy. Przy uważnym rozplanowaniu informacji w raporcie każdy odbiorca powinien mieć łatwy dostęp do interesujących go treści. Warto zauważyć, że niektóre spółki, które publikują jedną wersję raportu rocznego, postępują właśnie w ten sposób. Unika się w ten sposób niepotrzebne mnożenie źródeł informacji o spółce. Następnym krokiem w kreowaniu zasad informowania interesariuszy o działalności podmiotów giełdowych będzie być może raportowanie zintegrowane, którego celem oprócz prezentowania jak najszerszego zakresu informacji jest odnajdywanie i ukazywanie połączeń pomiędzy sferą ekonomiczną, społeczną, środowiskową działalności spółki¹. W raportach za 2013 rok jeden z badanych podmiotów przygotował taki raport (KGHM), co jest pozytywnym sygnałem, że postulat publikowania jednego źródła spełniającego oczekiwania informacyjne wielu grup odbiorców jest uzasadniony. Mając to na uwadze oraz nawiązując do rozważań poprzedniego podrozdziału można zauważyć, iż inicjatywy promujące raportowanie pozafinansowe są obecnie jednym z istotniejszych czynników wpływających na świadomość konieczności podnoszenia przejrzystości.

1 O raportowaniu zintegrowanym mowa jest w rozdziale drugim.

5.2. Wnioski z analizy ilościowej ujawnień

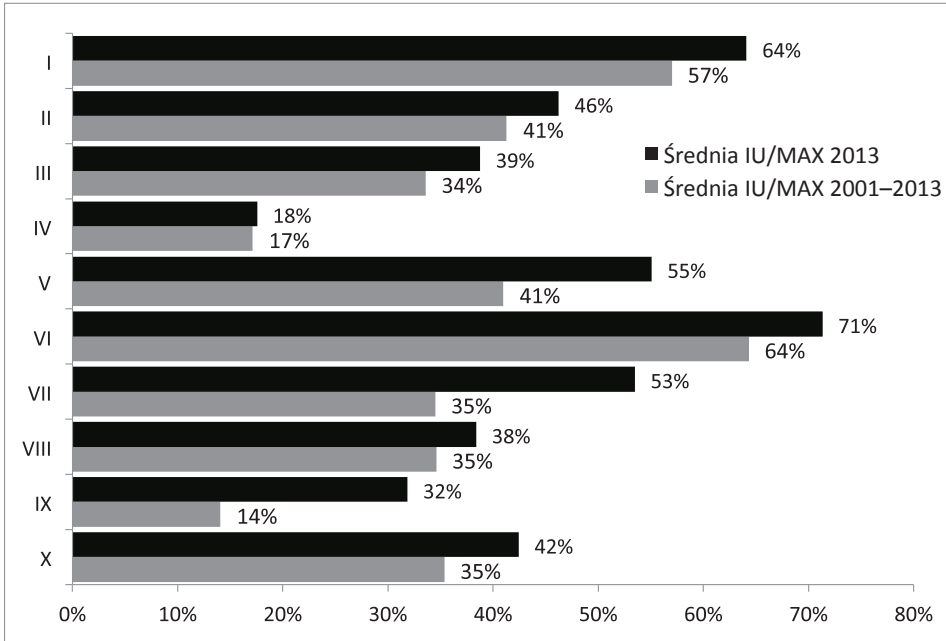
Chcąc podsumować analizę ilościowego obrazu ujawnień przedstawioną w rozdziale czwartym, należy przede wszystkim wskazać na rosnący przeciętny poziom ujawnień w grupie badanych spółek. Wzrost ten spowodowany jest rosnącymi wymogami prawnymi w obszarze prezentacji sprawozdania finansowego. W obszarze sprawozdania z działalności natomiast wyższy poziom ujawnień można również przypisywać rosnącym oczekiwaniom otoczenia. Należy zaznaczyć, iż największy przyrost średniego indeksu ujawnień wystąpił w przypadku porównania roku 2005 do roku 2001, podczas gdy w latach 2009 i 2013 zmiana w porównaniu do okresu wcześniejszego była istotnie mniejsza (zob. wykres 2). Może to być konsekwencją, jak już wcześniej wspomniano, dwóch zbieżnych procesów. Po pierwsze mowa tu o konwergencji krajowych przepisów rachunkowości z MSSF, a następnie przyjmowaniu MSSF jako obowiązujących. Drugi proces to omówiona w rozdziałach pierwszym i drugim intensyfikacja działań promujących transparentność przedsiębiorstw.



Wykres 2. Przeciętny poziom indeksu ujawnień w poszczególnych latach

Źródło: opracowanie własne.

Jeśli weźmiemy pod uwagę wszystkie cztery badane okresy, widać, że poziom ujawnień w poszczególnych obszarach jest zróżnicowany. Wyraźnie można wskazać obszary o relatywnie niskiej i wysokiej ocenie (wykres 3).

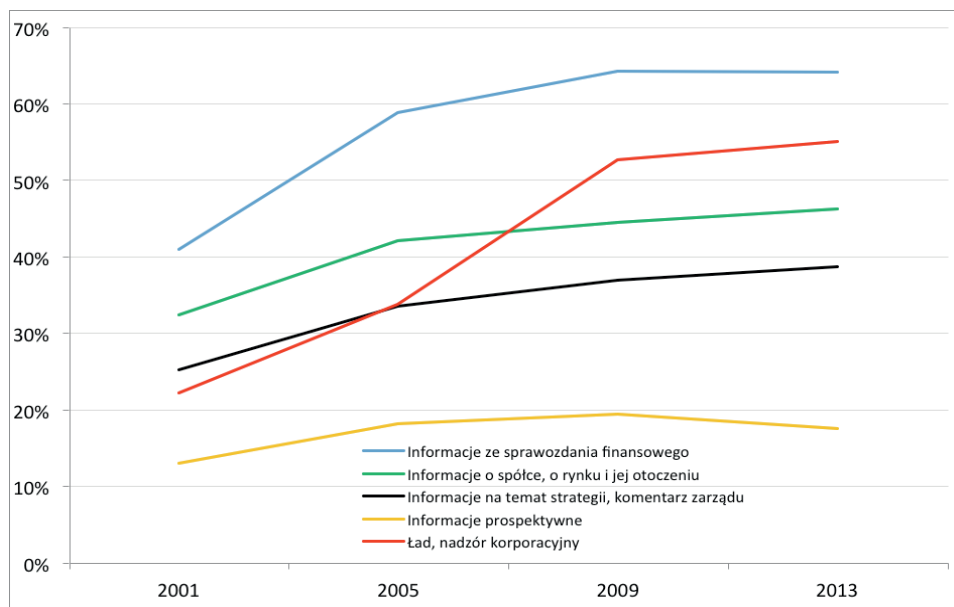


Wykres 3. Przeciętna wartość oceny w poszczególnych obszarach (I–X) indeksu do maksymalnej liczby punktów w obszarze za wszystkie badane lata oraz za 2013 rok

Źródło: opracowanie własne.

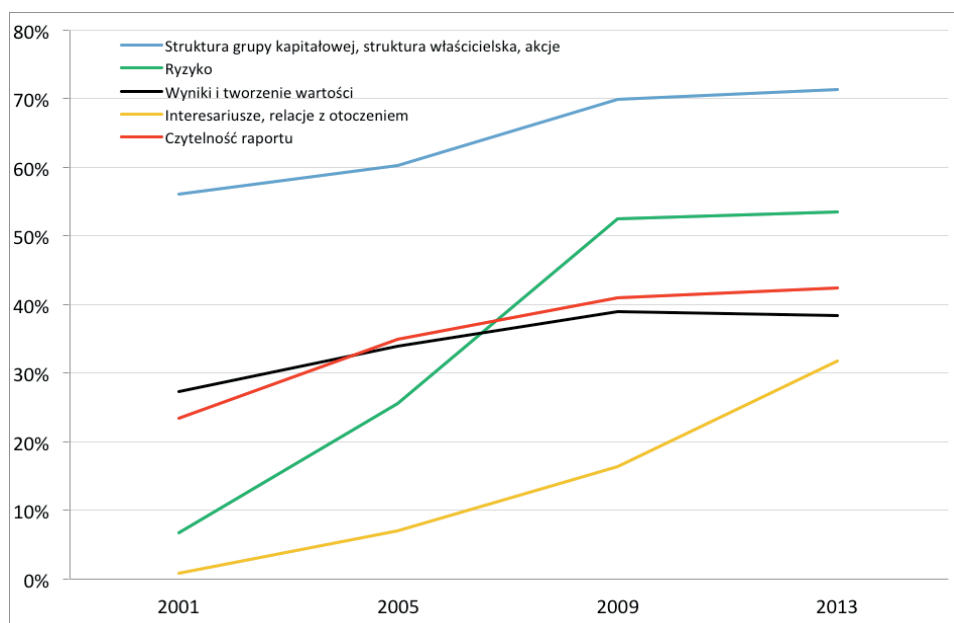
Mimo przeciętnego wzrostu ocen w obszarach przez cztery badane okresy informacje prospektywne (obszar IV) oraz na temat relacji z interesariuszami (obszar IX) charakteryzują się niskim poziomem ujawnień. Największą uwagę natomiast spółki zdają się przykładać do sprawozdania finansowego oraz do informacji na temat grupy kapitałowej i akcji. Jeśli przyrzeć się danym za 2013 rok, to mimo wzrostu przeciętnego poziomu oceny powyższy układ nie uległ zmianie. Najwyżej i najniżej oceniane są dokładnie te same obszary. Rozszerzenie ujawnień przychodzi spółkom łatwiej w pewnych obszarach. Inne natomiast są traktowane jako mniej znaczące.

Warto podkreślić, że mimo opisanych niedociągnięć i braków w ujawnieniach, przeciętna liczba punktów w każdym z obszarów indeksu na przestrzeni lat 2001–2013 wzrosła. W przypadku zestawienia lat 2005/2001 i 2009/2005 we wszystkich obszarach wystąpił wzrost przeciętnej liczby punktów (wykresy 4 i 5). Dopiero w roku 2013 zaobserwowano niewielkie spadki w trzech obszarach (informacje prospektywne, informacje ze sprawozdania finansowego, wyniki i tworzenie wartości). Było to wynikiem ograniczania lub rezygnowania z wybranych ujawnień przez spółki.



Wykres 4. Przeciętny poziom ujawnień (średnia/max) w pierwszych pięciu obszarach indeksu ujawnień w czterech badanych latach

Źródło: opracowanie własne.



Wykres 5. Przeciętny poziom ujawnień (średnia/max) w obszarach VI-X indeksu ujawnień w czterech badanych latach

Źródło: opracowanie własne.

Obszarami o największej dynamice wzrostów są: informacje o ryzyku, relacjach z interesariuszami oraz o ładzie korporacyjnym. Niemniej w 2013 roku wzrosty te są wyraźnie niższe niż w pozostałych okresach. Niskie wzrosty (bądź nawet spadki) liczby punktów w poszczególnych obszarach w roku 2013 wydają się być warte dalszego badania. Rodzi się pytanie o czynniki wpływające na takie kształtowanie się poziomu ujawnień.

Kolejnym wnioskiem płynącym z badania jest potwierdzenie zróżnicowanego poziomu przejrzystości spółek, na który wpływają nie tylko ujawnienia dobrowolne, ale także ujawnienia, których wymagają przepisy prawa. Badanie pokazało, że wymogi te mogą być wypełnione w różny sposób. Jednym z nich jest przedstawienie możliwie minimalnego zakresu informacji pozwalające uznać wypełnienie przepisów. Innym podejściem jest natomiast dążenie do dostarczenia jak najpełniejszej i przydatnej informacji dla odbiorcy. Należy przypuszczać, że głównym czynnikiem wpływającym na zróżnicowanie w poziomie ujawnień jest decyzja podmiotu w kwestii ujawnień dobrowolnych, aczkolwiek problem ten nie podlegał badaniu.

5.3. Ograniczenia badania

Wnioski z analizy zawartości raportów spółek nie mogą podlegać ocenie w oderwaniu od wskazania ograniczeń badania. Z uwagi na czasochłonność procedury badawczej możliwe było przebadanie tylko określonej liczby spółek. Czasochłonność ta wynikała z konieczności zapoznania się z treścią całego raportu rocznego, który często spółki przygotowują w dwóch różnych wersjach (dla KNF i dla pozostałych odbiorców). Niewielka liczba przebadanych spółek może mieć wpływ na wyniki badania. Wybrano spółki z indeksu WIG20 lub z listy rezerwowej indeksu WIG20, a więc najbardziej płynne i o największej kapitalizacji. Podobnych wyborów dokonywali też inni autorzy korzystający z samodzielnie skonstruowanego indeksu². Innym powodem takiego wyboru spółek była niewielka liczba dotychczasowych badań polskich spółek. W związku z tym badanie ma charakter eksploracyjny i może stanowić podstawę do szerszych badań w omawianym zakresie.

2 J. Francis, D. Nanda, P. Olsson, *Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital*, "Journal of Accounting Research", March 2008, Vol. 46, Issue 1, s. 53–59.

Dobór spółek nie miał charakteru losowego. Skutkuje to brakiem możliwości uogólniania wniosków na całą populację spółek giełdowych w Polsce. Wnioskować można jedynie o największych spółkach giełdowych pod względem kapitalizacji i obrotów.

Trudnym do eliminacji ograniczeniem jest pewien poziom subiektywizmu, który występuje na etapie konstrukcji indeksu oraz podczas przyznawania punktów za poszczególne pozycje indeksu. Dołożono starań, by element subiektywny był jak najmniejszy poprzez formułowanie pozycji indeksu na bazie dotychczasowych badań oraz zaleceń i wytycznych odnośnie do zawartości raportów przedsiębiorstw lub zwiększania przejrzystości działalności spółek giełdowych. Redukcji subiektywizmu służyła także dwukrotna analiza raportów badanych spółek.

Jednocześnie należy podkreślić, że indeks ujawnień to ilościowa aproksymacja rzeczywistej zawartości raportu rocznego, która wynika z postrzegania zawartości raportu rocznego przez badającego. Korzystanie z tego rodzaju narzędzia zawsze wiąże się z utratą części informacji. Wartość indeksu ujawnień nie jest w stanie w pełni odzwierciedlić wartości informacji dla odbiorcy, a tym samym nie może w doskonały sposób odzwierciedlić różnic w poziomie przejrzystości spółek. Ponadto należy zauważyć, iż wartość indeksu zależała od możliwości przyporządkowania zawartości raportu pozycjom indeksu. Jeśli takiej możliwości nie było, dana partia informacji nie podlegała ocenie. W rezultacie na jego wartość miały wpływ tylko wybrane informacje z raportu.

Nie badano, dlaczego poziom ujawnień jest różny. Prawdopodobne przyczyny występowania różnic wynikają z rozmiaru spółki i dostępnych środków, które mogą być przeznaczone na zorganizowanie procesu raportowania. Poza tym poziom ujawnień może zależeć od specyfiki działania danej spółki. Część zmian poziomu ujawnień będzie jednak wynikiem zmieniającej się świadomości przygotowujących raporty i podejmujących dobrowolne decyzje o publikowaniu lub zaniechaniu publikacji określonych informacji. Jeśli chodzi o różnice poziomu ujawnień w czasie, to należy je także w części przypisać zmianom przepisów i wymogów prawa.

5.4. Propozycje dalszych badań

Z uwagi na niewielką liczbę badań polskich spółek giełdowych, w których uwzględniano by do określenia poziomu przejrzystości spółki całość raportu rocznego, wskazane wydaje się prowadzenie szerszych badań

w tym zakresie. Poniżej przedstawiono kilka możliwych kierunków dalszych rozważań:

1. Uwzględnienie w badaniu dużo większej liczby spółek giełdowych i zbadanie raportów w jeszcze dłuższym przedziale czasu.
2. Rozważenie włączenia do badania pozostałych źródeł informacji o spółce (strony internetowej, prasy, spotkań z zarządem, raportów bieżących, analiz domów maklerskich, informacji dostarczanych przez wyspecjalizowane serwisy giełdowe).
3. Analiza ujawnień w podziale na ujawnienia dobrowolne i obowiązkowe. Zbadanie, czy któryś z rodzajów ujawnień jest bardziej istotny dla uczestników rynku.
4. Rozszerzenie i dezagregacja indeksu ujawnień na poszczególne obszary tematyczne – zbadanie poziomu przejrzystości w poszczególnych obszarach.
5. Zbadanie występowania określonych efektów większego poziomu przejrzystości – niższego ryzyka, niższego kosztu kapitału własnego i obcego, niższej asymetrii informacji, różnic w wycenie spółki.
6. Zbadanie charakterystyk, które mogą korelować z poziomem przejrzystości (na przykład wielkość spółki, branża, osoba prezesa, okres funkcjonowania, fakt równoległego notowania na giełdzie zagranicznej, występowanie akcjonariusza dominującego, *free float*).
7. Zbadanie przyczyn, dla których spółki prezentują zróżnicowany poziom ujawnień. W szczególności dlaczego decydują się na rozszerzanie bądź ograniczanie określonych ujawnień. Próba odpowiedzi na pytanie, czym kierują się podmioty w kształtowaniu swojej polityki informacyjnej (w podejmowaniu decyzji o ujawnieniu lub nie danej informacji) – w jakim stopniu decyzje te motywowane są oczekiwaniami, presją otoczenia, a w jakim stopniu chęcią odniesienia dodatkowych korzyści większej przejrzystości.
8. Porównanie praktyk w zakresie raportowania biznesowego pomiędzy spółkami z różnych państw o podobnym poziomie rozwoju rynku giełdowego. Sprawdzenie, czy na ujawnienia mogą wpływać także czynniki kulturowe.
9. Identyfikacja specyficznych, typowych ujawnień dla poszczególnych branż.
10. Zbadanie, czy istnieje wartość progowa poziomu przejrzystości spółki, która wyznaczy przedziały poziomu przejrzystości, w których skutki zmian poziomu przejrzystości będą znaczne lub słabe.
11. Zbadanie, jak różni się poziom przejrzystości spółek przed wejściem i po wejściu na giełdę. Jakie nowe informacje są ujawniane?

Czy są również informacje, które spółki przestają ujawniać po wejściu na giełdę?

12. Zbadanie kwestii niezależności członków rady nadzorczej i ewentualnego wpływu liczby niezależnych członków na poziom ujawnień.

Jak wskazuje powyższa lista, potencjalnych kierunków badań jest wiele. Należy zauważyć, że większość z opisanych wyżej tematów była już podejmowana dla spółek w innych krajach. Z tego względu ciekawe wydaje się rozważenie ich dla polskich spółek giełdowych, a w dalszej kolejności być może nawet dla spółek niepublicznych.

Zakończenie

Celem pracy było przedstawienie istoty oraz kluczowych uwarunkowań i konsekwencji procesu zwiększania przejrzystości spółek giełdowych, a także ocena poziomu przejrzystości polskich spółek giełdowych. Analizie poddano zmiany poziomu przejrzystości na przestrzeni lat 2001–2013.

W pierwszym rozdziale zostało scharakteryzowane pojęcie przejrzystości spółki oraz wyjaśniona rola informacji w funkcjonowaniu rynku kapitałowego. Jednocześnie ukazano najistotniejsze powody i uwarunkowania, które mogą uzasadniać stwierdzenie, iż zwiększanie przejrzystości spółek jest ważne, a jego znaczenie rośnie. Wśród opisanych powodów należy wskazać na:

- konieczność budowy zaufania do rynku,
- rolę przejrzystości w tworzeniu fundamentu nadzoru korporacyjnego,
- rolę przejrzystości w zmniejszaniu asymetrii informacji,
- konieczność niwelowania niedoskonałości produktu rachunkowości, jakim jest sprawozdanie finansowe (na przykład w obszarze porównywalności sprawozdań czy prezentacji aktywów niematerialnych),
- konieczność uwzględniania oczekiwań (w zakresie informacji na temat działalności spółek) szerokiej grupy interesariuszy, którzy nie koncentrują się tylko na aspekcie ekonomicznym funkcjonowania spółek.

Opis głównych przyczyn rosnącego znaczenia przejrzystości został uzupełniony o prezentację kluczowych konsekwencji procesu zwiększania przejrzystości spółek. Wśród nich należy przede wszystkim wymienić:

- zmniejszenie niepewności uczestników rynku, którzy w rezultacie podejmują bardziej świadome decyzje, maleje ryzyko podjęcia decyzji „złej” (mającej negatywne konsekwencje),

- większą koncentrację inwestorów na długoterminowych wynikach spółek, przy jednoczesnym ograniczeniu znaczenia wyników i prognoz krótkoterminowych,
- zmniejszenie ryzyka, zmienności kursu akcji spółki bardziej przejrzystej,
- większy popyt na akcje spółki przejrzystej, w tym ze strony inwestorów instytucjonalnych,
- obniżenie kosztu kapitału spółki bardziej przejrzystej w porównaniu ze spółkami mniej przejrzystymi,
- wyższą płynność rynku oraz większą stabilność rynku (odporność na zawirowania).

Należy zauważyć, że powyższe konsekwencje zwiększania przejrzystości spółek są ze sobą ściśle powiązane. Chcąc zidentyfikować podstawową korzyść, mogącą być źródłem pozostałych, można przypuszczać, że będzie nią zmniejszenie niepewności uczestników rynku dzięki możliwości zdobycia większej ilości wiarygodnej informacji na temat działania spółek. Mniejsza niepewność pociąga za sobą szereg wymienionych powyżej pozytywnych konsekwencji. Należy także pamiętać, iż decyzja o ujawnianiu dodatkowych informacji, rozszerzaniu szczegółowości już prezentowanych należy do zarządu podmiotu, który za każdym razem powinien rozważyć potencjalne koszty oraz zagrożenia płynące z takiej decyzji, a także uwzględnić ryzyko, czy większa przejrzystość nie wpłynie negatywnie na sytuację spółki.

Rozdział drugi stanowi rozwinięcie i kontynuację rozważań rozdziału pierwszego. Uzasadnia się w nim i potwierdza wagę zwiększania przejrzystości spółek poprzez wskazanie wielu regulacji, zaleceń i dobrych praktyk, które dotyczą obszarów rachunkowości, ładu korporacyjnego, społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw, kapitału intelektualnego. Co istotniejsze, liczba inicjatyw rządowych i pozarządowych rośnie z roku na rok, a tematem przejrzystości zajmuje się coraz większa liczba podmiotów, co dodatkowo podkreśla wagę problemu.

Analiza inicjatyw oraz dotychczas opublikowanych regulacji, rekomendacji, zaleceń i dobrych praktyk w zakresie kształtowania polityki informacyjnej spółki pozwoliła na sformułowanie sugestii odnośnie do zawartości raportu rocznego spółki przejrzystej. Na jej podstawie w rozdziale trzecim przedstawiono listę pożądaných ujawnień w raporcie rocznym spółki giełdowej. Lista ta posłużyła do budowy narzędzia pomiaru poziomu i jakości ujawnień, które zawarte są w raporcie rocznym spółki giełdowej. Indeks ujawnień został użyty do oceny zawartości raportów rocznych osiemnastu polskich spółek giełdowych, które wchodziły w skład indeksu WIG20 w 2001 roku. Badanie miało umożliwić

określenie poziomu ujawnień spółek, obserwację tendencji jego zmian, ocenę poziomu zróżnicowania ujawnień. Wyniki obserwacji dowodzą, że poziom przejrzystości spółek rósł oraz charakteryzował się dużym zróżnicowaniem.

Badanie umożliwiło obserwację zmian w decyzjach odnośnie do ujawniania poszczególnych informacji. Szczególnie ciekawa jest sytuacja, gdy spółki w okresach późniejszych ograniczają ujawnienia w poszczególnych obszarach. Ogólny poziom przejrzystości wprawdzie rośnie, ale w pojedynczych obszarach odnotowano spadek ujawnień. Analiza raportów rocznych spółek giełdowych pozwala zauważyć swoistego rodzaju „luki raportowania”, oznaczające różnicę pomiędzy ujawnieniami zalecanymi a stanem faktycznym. Tym samym udało się ustalić obszary ujawnień, których poziom powinien ulec poprawie. W szczególności należy tu wskazać na braki w ujawnieniach na temat przyszłości, relacji z interesariuszami, tworzenia wartości, strategii.

Badanie wykazało, że mimo zróżnicowania poziomu przejrzystości i wahań poziomu niektórych ujawnień na przestrzeni lat oraz wyraźnych braków w ujawnieniach, spółki są przeciętnie coraz bardziej przejrzyste. W pewnym stopniu wzrost ten należy przypisywać modyfikacjom przepisów prawa (w obszarze sprawozdań finansowych czy ładu korporacyjnego). Wzrost ujawnień ma jednak też źródło w reakcji na oczekiwania otoczenia (przykładowo w obszarze relacji z interesariuszami), gdzie podmioty dobrowolnie decydują się na przekazanie określonych treści.

Lista zagadnień indeksu ujawnień była przygotowana w oparciu o wytyczne i prace prowadzone na świecie. Obserwacja rosnącego poziomu przejrzystości na przestrzeni trzynastu lat pozwala wnioskować, że przynajmniej częściowo spółki polskie zauważają światowe tendencje w sprawozdawczości. Szczególnie pozytywnie należy ocenić pojawienie się wśród badanych raportów dokumentów opracowanych zgodnie z międzynarodowymi wytycznymi raportowania zrównoważonego rozwoju, a także raportowania zintegrowanego.

Tabela 31. Zestawienie istotnych punktów pracy

Charakterystyka kluczowych uwarunkowań i konsekwencji zwiększania przejrzystości spółek giełdowych (na świecie)	Rozdział 1
Charakterystyka działań podejmowanych na rzecz zapewnienia odpowiedniego poziomu przejrzystości spółek giełdowych	Rozdział 2
Sformułowanie propozycji pożądanego zakresu raportu rocznego spółki giełdowej	Rozdział 3

Tab. 31. (cd.)

Ocena poziomu i jakości ujawnianych informacji w raportach rocznych wybranych polskich spółek giełdowych	Rozdział 4
Stworzenie narzędzia pomiaru przejrzystości spółek – indeksu ujawnień	Rozdział 3 i 4
Identyfikacja obszarów raportu rocznego o niedostatecznym poziomie ujawnień	Rozdział 4
Analiza zmian poziomu przejrzystości spółek	Rozdział 4
Wnioski z badania poziomu przejrzystości spółek	Rozdział 5

Źródło: opracowanie własne.

Praca koncentruje się na scharakteryzowaniu zagadnienia przejrzystości oraz zbadaniu jej poziomu i zmian w wybranych polskich spółkach giełdowych. Przedstawione wnioski i obserwacje rodzą jednak kolejne pytania. Warte dalszej analizy wydają się być powody, dla których spółki decydują się na zwiększanie poziomu przejrzystości. Czy ujawnienia te są tylko skutkiem presji ze strony otoczenia, czy też są motywowane chęcią wyróżnienia się i osiągnięcia omawianych w pracy korzyści z większej przejrzystości. Można również zbadać korelację poszczególnych cech charakteryzujących spółki z poziomem przejrzystości. Chodzi tu o takie cechy jak rozmiar spółki, okres działania czy liczba niezależnych członków w radzie nadzorczej. Jednocześnie warto spróbować odpowiedzieć na pytanie, czy ujawnienia podmiotów z poszczególnych branż różnią się i w jakim stopniu, czy fakt funkcjonowania w danej branży decyduje o ujawnianiu lub nie danego rodzaju informacji. W dalszej kolejności warto zbadać, jak różnią się ujawnienia spółek z różnych giełd o podobnym rozmiarze i skali działania, ale z różnych państw.

Podobnie ciekawy wydaje się problem redukcji określonych ujawnień w późniejszych okresach. Co decyduje o rezygnacji z raz użytej koncepcji – czy są to koszty ujawnień, obawy przed utratą przewag konkurencyjnych czy też może brak wystąpienia oczekiwanych korzyści z większej przejrzystości. Należy tu pamiętać, iż zwiększanie przejrzystości rodzi określone koszty i zagrożenia, które zawsze powinny być brane pod uwagę zanim podmiot zdecyduje o rozszerzaniu ujawnień w raporcie. Może tu również wystąpić problem niedostatecznego poziomu ujawnień pozostałych spółek. Wtedy pojedyncze podmioty wyróżniające się pod względem poziomu przejrzystości mogą z tego powodu ponosić negatywne konsekwencje swojej decyzji.

Oprócz badania czynników wpływających na zróżnicowanie poziomu ujawnień spółek istotnym aspektem jest kwestia efektów rosnącego poziomu ujawnień. Badaniu może zatem podlegać przykładowo wpływ wzrostu poziomu przejrzystości spółek na zwroty z inwestycji, koszt kapitału (własnego i obcego), ryzyko, zmniejszenie asymetrii informacji.

Z uwagi na zjawisko rosnącej liczby podejmowanych na świecie inicjatyw rządowych i pozarządowych mających na celu promowanie i wdrażanie rozwiązań zwiększających przejrzystość spółek giełdowych, znaczenie tego problemu będzie rosło także w przypadku polskich spółek giełdowych. Pojawiły się polskie inicjatywy w tym zakresie, a niektóre spółki giełdowe zaczynają stosować się do rekomendacji międzynarodowych. Tym samym przejrzystość polskich spółek giełdowych jako obszar badawczy należy określić jako bardzo perspektywiczny.

Bibliografia

Pozycje książkowe

- Andrzejewski M., *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, PWN, Warszawa 2002.
- Black A., Wright P., Bachman J. E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Buczek S. B., *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005.
- Cebrowska T. (red.), *Rachunkowość finansowa i podatkowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Daum J. H., *Intangible Assets and Value Creation*, John Wiley & Sons, Chichester 2003.
- Davies A., *A Strategic Approach to Corporate Governance*, Gower Publishing Company, Aldershot 1999.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002.
- DiPiazza S. A. Jr., Eccles R. G., *Building Public Trust, The Future of Corporate Reporting*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Dobija D., *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwa Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003.
- Dusza M., *Przestępstwa na rynku kapitałowym: papierowi kuglarze*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2003.
- Dusza M., *Rynek kapitałowy w Polsce: narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999.
- Dziąło J., *Nadzór właścicielski a efektywność działania spółek*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001.
- Eccles R. G., Herz R. H., Keegan E. M., Phillips D. M. H., *The ValueReporting Revolution, Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons, New York 2001.
- Eccles R. G., Krzuss M. P., *One report*, John Wiley & Sons, New York 2010.
- Edvinsson L., Malone M. S., *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Fligsten N., *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press 1993.
- Forlicz S., *Informacja w biznesie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.

- Frąckowiak W. (red.), *Raport roczny spółki publicznej*, Instytut Rachunkowości i Podatków, Warszawa 2011.
- Freeman R. E., *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston 1984.
- Friedman M., Friedman R. D., *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press 1982.
- Gajdka J., *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Gazdar K., *Reporting Nonfinancials*, John Wiley & Sons, New York 2007.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Jajuga K., Kuziak K., Markowski P., *Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1997.
- Jaruga A. A. (red.), *Międzynarodowe regulacje rachunkowości. Wpływ na rozwiązania krajowe*, C. H. Beck, Warszawa 2002.
- Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
- Kaplan R. S., Norton D. P., *Strategiczna karta wyników: jak przełożyć strategię na działanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2001.
- Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Kiziukiewicz T. (red.), *Ustawa o rachunkowości. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2010.
- Klimczak B., *Mikroekonomia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2006.
- Klimczak B., *Wybrane problemy i zastosowania ekonomii instytucjonalnej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2006.
- Krasodomska J., *Ewolucja sprawozdawczości finansowej w kierunku sprawozdawczości zintegrowanej na przykładzie spółek Novo Nordisk i LOTOS*, [w:] B. Micherda (red.), *Kierunki ewolucji sprawozdawczości i rewizji finansowej*, Difin, Warszawa 2012.
- Krasodomska J., *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości spółek*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014.
- Laszlo Ch., *The Sustainable Company: How to Create Lasting Value through Social and Environmental Performance*, Island Press, Washington 2003.
- Marcinkowska M., *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009.
- Marcinkowska M., *Is corporate social responsibility economically justified?*, [w:] P. Sauer (ed.), *Environmental economics, policy and international relations: young researchers perspective*, Nakladatelství a vydavatelství litomyslskeho seminare, Praha 2008.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000.
- Marcinkowska M., *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa*, [w:] B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006.
- Marcinkowska M., *O uczciwą komunikację spółki z interesariuszami*, [w:] St. Wilmańska-Sosnowska (red.), *Rola nauk o zarządzaniu w kreowaniu społeczeństwa opartego na wiedzy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Marcinkowska M., *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Marcinkowska M., *Standardy kapitałowe banków. Bazylejska Nowa Umowa Kapitałowa*

- w polskich regulacjach nadzorczych, Regan Press, Gdańsk 2009.
- Marcinkowska M., *Zarządzanie relacjami przedsiębiorstwa z interesariuszami*, [w:] J. Jeżak (red.), *Rozwój teorii i praktyki zarządzania strategicznego – doświadczenia krajowe i międzynarodowe*, PAM Center przy UŁ, Łódź 2003.
- Miller P. W. B., Bahnson P. R., *Quality Financial Reporting*, McGraw-Hill, New York 2002.
- Monks R. A. G., Minow N., *Corporate governance*, John Wiley & Sons, Chichester 2008.
- Nasiłowski M., *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Key Text, Warszawa 2006.
- Oliver R. W., *What is transparency?*, McGraw-Hill, New York 2004.
- Pava M. L., Krausz J., *Corporate Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost*, Quorum Books, Westport, CT, 1995.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, t. I, PWN, Warszawa 2008.
- Roszkowska P., *Rewolucja w raportowaniu biznesowym: interesariusze, konkurencyjność, społeczna odpowiedzialność*, Difin, Warszawa 2011.
- Sawicki K. (red.), *Wykorzystanie polityki bilansowej i analizy finansowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, „Ekspert” Wydawnictwo i Doradztwo, Wrocław 2009.
- Skoczylas W., *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Słoman J., *Economics*, Financial Times, Prentice Hall 2006.
- Solomon J., *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Chichester 2007.
- Surdykowska S., *Rachunkowość międzynarodowa*, Zakamycze, Kraków 2004.
- Świdarska G. K. (red.), *Wpływ zakresu ujawnianych informacji na poprawę ochrony inwestorów oraz pozycję konkurencyjną emitentów papierów wartościowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2010.
- Tapscott D., Ticoll D., *The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business*, Free Press, New York 2003.
- Tarczyński W., *Rynki kapitałowe: metody ilościowe*, t. I, Agencja Wydawnicza PLACET, Warszawa 2001.
- Turner C., *Corporate governance, A practical guide for accountants*, CIMA, Amsterdam 2009.
- Urbanek G., *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
- Varian H. R., *Mikroekonomia: kurs średni – ujęcie nowoczesne*, PWN, Warszawa 2005.
- Walińska E. (red.), *Rachunkowość finansowa, ujęcie sprawozdawcze i ewidencyjne*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2010.
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*. T. 2: *Wskaźniki finansowe*, Oficyna Wolters Kluwer business, Kraków 2009.
- Wheeler D., Sillanpää M., *The stakeholder corporation. A blueprint for maximizing stakeholder value*, Pitman Publishing, London 1997.

Artykuły w czasopismach

- Abdolmohammadi M. J., *Intellectual capital disclosure and market capitalization*, “Journal of Intellectual Capital” 2005, Vol. 6, No. 3.
- Ajinkya B., Bhojraj S., Sengupta P., *The governance role of institutional investors and outside directors on the properties of management earnings forecasts*, “Journal of Accounting Research” 2005, Vol. 43 (3).
- Akerlof G. A., *The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, “Quarterly Journal of Economics”, August 1970, Vol. 84, Issue 3, s. 488–500.

- Aksu M., Kosedag A., *Transparency and Disclosure Scores and their Determinants in the Istanbul Stock Exchange*, "Corporate Governance: An International Review", Blackwell Publishing 2006, Vol. 14 (4), s. 277–296.
- Ali Boujelbene M., Affes H., *The impact of intellectual capital disclosure on cost of equity capital: A case of French firms*, "Journal Of Economics, Finance & Administrative Science" 2013, Vol. 18, No. 34, s. 45–53.
- Al-Tuwaijri S. A., Christensen T. E., Hughes K. E., *The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach*, "Accounting, Organizations and Society" 2004, Vol. 29(5–6), s. 447–471.
- Aluchna M., *Przejrzystość jako element nadzoru korporacyjnego. Wyzwania dla spółek giełdowych*, cz. I, "E-mentor" 2005, No. 5, <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/12/id/214> [dostęp 20.11.2014].
- Aluchna M., *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].
- Anderson A., Herring P., Pawlicki A., *EBR: the next step: enhanced business reporting will improve information quality, integrity and transparency*, "Journal of Accountancy", June 2005.
- Arcot S., Bruno V. G., *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK*, May 2006, <http://ssrn.com/abstract=819784> [dostęp 12.12.2014].
- Armitage S., Marston C., *Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors*, "The British Accounting Review" 2008, No. 40.
- Arnold V., Bedard J. C., Phillips J., Sutton S. G., *Where Do Investors Prefer to Find Nonfinancial Information?*, 23.08.2010, <http://www.journalofaccountancy.com/Web/20102682.htm> [dostęp 25.01.2015].
- Arping S., Sautner Z., *Did SOX Section 404 Make Firms Less Opaque? Evidence from Cross-Listed Firms*, August 01, 2012, <http://ssrn.com/abstract=1561619> [dostęp 12.12.2014].
- Atiase R. K., Bamber L. S., Freeman R. N., *Accounting Disclosures Based on Company Size: Regulations and Capital Market Evidence*, "Accounting Horizons", March 1988, Vol. 2 (1).
- Barry C. B., Brown J. S., *Differential Information and Security Market Equilibrium*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", December 1985, Vol. 20, No. 4.
- Barth M. E., Konchitchki Y., Landsman W. B., *Cost of Capital and Earnings Transparency*, "Journal of Accounting & Economics" (JAE), January 2013, Forthcoming, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 2015, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 48, <http://ssrn.com/abstract=1348245> [dostęp 2.12.2014].
- Barth M. E., Schipper K., *Financial Reporting Transparency*, "Journal of Accounting, Auditing & Finance", Spring 2008, Vol. 23, Issue 2, s. 173.
- Bassen A., Meyer K., Schlange J., *The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital*, November 2006, <http://ssrn.com/abstract=984406> [dostęp 2.12.2014].
- Baysinger B., Hoskisson R. E., *The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy*, *Academy of Management Review*, January 1990, Vol. 15, Issue 1, s. 72.
- Beasley M. S., *An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*, "Accounting Review", October 1996, Vol. 71, Issue 4, s. 443–465.

- Beasley M. S., Carcello J. V., Hermanson D. R., *Fraudulent financial reporting 1987–1997: Trends in US public companies*, “Directorship”, May 1999, Vol. 25, Issue 5.
- Beasley M. S., Carcello J. V., Hermanson D. R., Lapedes P. L., *Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms*, “Accounting Horizons”, December 2000, Vol. 14, Issue 4, s. 441–454.
- Beattie V., McInnes B., Fearnley S., *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes*, “Accounting Forum”, September 2004, Vol. 28, Issue 3, s. 205–236.
- Blanchet J., *Global Standards offer opportunity*, “Financial Executive”, March–April 2002, Vol. 18, Issue 2, s. 28.
- Bloomfield R. J., Wilks T. J., *Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital*, “Accounting Review”, January 2000, Vol. 75, Issue 1.
- Boritz J. E., *Forum on Maintaining Quality Capital Markets Through Quality Information*, “Accounting Perspectives” 2007, Vol. 6, No. 3.
- Boritz J. E., *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].
- Botosan C., *Disclosure and the cost of capital: what do we know?*, “Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum” 2006, s. 31–40.
- Botosan C., *Disclosure level and the cost of equity capital*, “The Accounting Review” 1997, Vol. 72, No. 3, s. 323–349.
- Botosan C., Plumlee M. A., *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, “Journal of Accounting Research”, March 2002, Vol. 40, No. 1.
- Botosan C., Plumlee M. A., Xie Y., *The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital*, “Review of Accounting Studies” 2004, No. 9, s. 233–259.
- Bounfour A., *The IC-dVAL approach*, “Journal of Intellectual Capital” 2003, Vol. 4, Issue 3, s. 396–413.
- Bozzolan S., *Italian annual intellectual capital disclosure*, “Journal of Intellectual Capital” 2003, Vol. 4(4), s. 543.
- Brown D. L., Caylor M. L., *Corporate governance and firm operating performance*, “Review of Quantitative Finance & Accounting”, February 2009, Vol. 32, Issue 2, s. 129–144.
- Brown D. L., Caylor M. L., *Corporate Governance and Firm Performance*, 2004, <http://ssrn.com/abstract=586423> [dostęp 20.11.2014].
- Brzozowski T., *O czym informują przedsiębiorstwa w swoich raportach społecznych?*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2009, nr 42.
- Burke L., Logsdon J. M., *How Corporate Social Responsibility Pays Off*, “Long Range Planning”, August 1996, Vol. 29.
- Caramanolis-Cotelli B., Gardiol L., Gibson-Asner R., Tuchschnid N. S., *Are Investors Sensitive to the Quality and the Disclosure of Financial Statements*, “European Finance Review” 1999, No. 3.
- Cheung Y. L., Jiang P., Tan W., *A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies*, “Journal of Accounting and Public Policy” 2010, No. 29, s. 259–280.
- Chi L. C., *Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market*, “Expert Systems with Applications” 2009, No. 36, s. 11198–11203.
- Chow C. W., Wong-Boren A., *Voluntary financial disclosure by Mexican corporation*,

- "The Accounting Review" 1987, Vol. LXII(3), s. 533–541.
- Clarkson P. M., Kao J. L., Richardson G. D., *Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package*, "Contemporary Accounting Research" 1999, Vol. 16(1), s. 111–134.
- Clarkson P., Guedes J., Thompson R., *On the Diversification, Observability, and Measurement of Estimation Risk*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", March 1996, Vol. 31, No. 1.
- Cohen J., Krishnamoorthy G., Wright A., *The corporate governance mosaic and financial reporting quality*, "Journal of Accounting Literature" 2004, Vol. 23, s. 87–152.
- Coles J., Loewenstein U., Suay U. J., *On equilibrium pricing under parameter uncertainty*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", September 1995, Vol. 30, No. 3.
- Coller M., Yohn T., *Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads*, "Journal of Accounting Research" 1997, Vol. 35 (2).
- Courtis J. K., *Annual Report Readability Variability: Tests of the Obfuscation Hypothesis*, "Accounting, Auditing & Accountability Journal" 1998, Vol. 11(4), s. 459–471.
- Courtis J. K., *Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon?*, "The British Accounting Review", September 2004, Vol. 36, Issue 3, s. 291–312.
- Coy D., Dixon K., *The public accountability index: Crafting a parametric disclosure index for annual reports*, "The British Accounting Review" 2004, Vol. 36 (1), s. 79–106.
- Cuganesan S., Ward L., Guthrie J., *Legitimacy Theory: A Story of Reporting Social and Environmental Matters within the Australian Food and Beverage Industry*, July 5, 2007, presented to the 5th Asian Pacific Interdisciplinary Research in Accounting (APIRA) Conference, 8–10 July 2007, Auckland, New Zealand, <http://ssrn.com/abstract=1360518> [dostęp 29.01.2015].
- Cunningham C., *Doing the Right Thing, Even When It's Costly*, "Compliance Week", May 2009, Vol. 6, Issue 64, s. 64.
- De Beaugrande R., Dressler W., *Introduction to Text Linguistics*, Original 1981, Digitally reformatted 2002, http://www.beaugrande.com/introduction_to_text_linguistics.htm [dostęp 27.01.2015].
- DeBoskey D., Gillett P., *The impact of multi-dimensional corporate transparency on us firms' credit ratings and cost of capital*, "Review Of Quantitative Finance & Accounting" 2013, Vol. 40, No. 1, s. 101–134.
- Dechow P. M., Sloan R.G., Sweeney A.P., *Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC*, "Contemporary Accounting Research", Spring 1996, Vol. 13, Issue 1, s. 1–36.
- Dedman E., Lin S. W.-J., Prakash A. J., Chang C.-H., *Voluntary disclosure and its impact on share prices: Evidence from the UK biotechnology sector*, "Journal of Accounting and Public Policy", May–June 2008, Vol. 27, Issue 3.
- Deegan C., Gordon B., *A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations*, "Accounting and Business Research" 1996, Vol. 26(3), s. 187–199.
- Depoers F., *A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies*, "The European Accounting Review" 2000, No. 9, s. 2.
- Derwall J., Verwijmeren P., *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating*, ECCE Research Note 06-01, Version

- 2.0, January 2007, <http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=16114> [dostęp 15.11.2014].
- Dhaliwal D., Li O., Tsang A., Yang Y., *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency*, "Journal Of Accounting & Public Policy" 2014, Vol. 33, No. 4, s. 328–355.
- Diamond D. W., *Optimal Release of Information By Firms*, "Journal of Finance", September 1985, Vol. 40, Issue 4.
- Diamond D., Verrechia R. E., *Disclosure, liquidity and the cost of capital*, "The Journal of Finance" 1991, Vol. 46, Issue 4, s. 1325–1360.
- Dietrich J. R., Kachelmeier S. J., Kleinmuntz D. N., Linsmeier T. J., *Market Efficiency, Bounded Rationality, and Supplemental Business Reporting Disclosures*, "Journal of Accounting Research" 2001, Vol. 39, No. 2.
- Dutta S., Trueman B., *The Interpretation of Information and Corporate Disclosure Strategies*, "Review of Accounting Studies", March 2002, Vol. 7, No. 1.
- Easley D., O'Hara M., *Information and the cost of capital*, "The Journal of Finance" 2004, Vol. 59(4), s. 1553–1583.
- Eaton T. V., Nofsinger J. R., Weaver D. G., *Disclosure and the cost of equity in international cross-listing*, "Rev Quant Finan Acc" 2007, No. 29, s. 1–24.
- Elliot R. K., Jacobson P. D., *U.S. Accounting: A National Emergency*, "Journal of Accountancy", November 1991.
- Fama E. F., Jensen M C., *Separation of Ownership and Control*, "Journal of Law and Economics", June 1983, Vol. 26.
- Feltham G. A., *The value of information*, "The Accounting Review", October 1968, Vol. 43, No. 4.
- Ferguson M. J., Lam K. C. K., Lee G. M., *Voluntary Disclosure by State-owned Enterprises Listed on the Stock Exchange of Hong Kong*, "Journal of International Financial Management and Accounting" 2002, No.13.
- Firth M., *The impact of size, stockmarket listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual report*, "Accounting and Business Research" 1979, Autumn, s. 273–280.
- Francis J. R., Khurana I. K., Pereira R., *Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World*, "The Accounting Review", October 2005, Vol. 80, No. 4.
- Francis J., Nanda D., Olsson P., *Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital*, "Journal of Accounting Research", March 2008, Vol. 46, Issue 1, s. 53–99.
- Gad J., *Działalność komitetu audytu a wiarygodność sprawozdań finansowych w obliczu kryzysu*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Gao P., *Disclosure Quality, Cost of Capital, and Investor Welfare*, "Accounting Review", January 2010, Vol. 85, Issue 1, s. 1–29.
- Gao S. S., Haravi S., Xiao J. Z., *Determinants of corporate social and environmental reporting in Hong Kong: A research note*, "Accounting Forum" 2005, Vol. 29(2), s. 233–242.
- Gasiński T., *CSR – ostatni element układanki zwanej biznesem*, „Przegląd Corporate Governance” 2008, No. 4.
- Gelb D. S., Zarowin P., *Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices*, "Review of Accounting Studies", March 2002, No. 7.
- Ghoul S. El, Guedhami O., Kwok C., Mishra D., *Does corporate social responsibility affect the cost of capital?*, "Journal Of Banking & Finance" 2011, Vol. 35 (9), s. 2388–2406.
- Gibbins M., Richardson A., Waterhouse J., *The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies,*

- and Processes, "Journal of Accounting Research", Spring 1990, Vol. 28, No. 1.
- Glynn J. J., Perrin J., Murphy M. P., *Rachunkowość dla menedżerów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Gornik-Tomaszewski S., McCarthy I. N., *Response to corporate fraud in the United States and Europe*, "Review of Business", Spring 2005, Vol. 26(2).
- Graham J., Harvey C., Rajgopal S., *The economic implications of corporate financial reporting*, "Journal of Accounting and Economics" 2005, No. 40, s. 3–73.
- Gray R., Kouhy R., Lavers S., *Constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies*, "Accounting, Auditing & Accountability Journal" 1995, Vol. 8, No. 2, s. 78–101.
- Gray R., Kouhy R., Lavers S., *Corporate social and environmental reporting a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure*, "Accounting, Auditing and Accountability Journal" 1995, Vol. 8, No. 2, s. 47–77.
- Guenster N., Derwall J., Bauer R., Koedijka K., *The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*, August 2006, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=675628 [dostęp 2.12.2014].
- Gugler P., Shi J. Y. J., *Corporate Social Responsibility for Developing Country Multinational Corporations: Lost War in Pertaining Global Competitiveness?*, "Journal of Business Ethics" 2009, No. 87.
- Guthrie J., Petty R., *Intellectual capital: Australian annual reporting practices*, "Journal of Intellectual Capital" 2000, Vol. 1, Issue 3, s. 241–251.
- Guthrie J., Petty R., Yongvanich K., Ricceri K. F., *Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital reporting*, "Journal of Intellectual Capital" 2004, Vol. 5(2), s. 282–293.
- Hackston D., Milne M. J., *Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies*, "Accounting, Auditing and Accountability" 1996, Vol. 9(1), s. 77–108.
- Haggard K. S., Martin X., Pereira R., *Does Voluntary Disclosure Improve Stock Price Informativeness?*, "Financial Management", Winter 2008.
- Hail L., *The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*, "The European Accounting Review" 2002, Vol. 11(4), s. 741–773.
- Handa P., Linn S., *Arbitrage pricing with estimation risk*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", March 1993, Vol. 28, No. 1.
- Haseldine J., Salama A. I., Toms J. S., *Quantity versus quality: The impact of environmental disclosures on the reputation of UK Plcs*, "The British Accounting Review" 2005, Vol. 37(2), s. 231–248.
- Healy P. M., Hutton A. P., Palepu K. G., *Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure*, "Contemporary Accounting Research", Fall 1999, Vol. 16, Issue 3.
- Healy P. M., Palepu K. G., *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, "Journal of Accounting and Economics" 2001, Vol. 31(3), s. 405–440.
- Healy P. M., Palepu K. G., *The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices*, "Accounting Horizons", March 1993, Vol. 7, No. 1.
- Hofman-Bang P., Martin H., *IC Rating, "E-mentor"* 2005, nr 11(4), www.e-mentor.edu.pl/_xml/wydanie/11/193.pdf [dostęp 19.12.2014].
- Hohnen P., *Governmental 'Soft Power' Options, How governments can use the 'soft power' art of encouragement and persuasion*

- to advance corporate engagement on social and environmental issues, Discussion Paper, 2007, http://www.hohnen.net/articles/2007_july_6_hohnen_soft_power_discussion_paper.pdf [dostęp 15.12.2014].
- Hopkins M., *Defining indicators to assess socially responsible enterprises*, "Futures" 1997, Vol. 29, No. 7.
- Hossain M., Hammami H., *Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar*, "Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting" 2009, No. 25, s. 255–265.
- Huang P., Zhang Y., *Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from the Diversion of Corporate Resources*, "The Accounting Review", January 2012, Vol. 87, No. 1, s. 199–229.
- Hunton J. E., Libby R., Mazza C. R., *Financial Reporting Transparency and Earnings Management*, October 28, 2004, <http://ssrn.com/abstract=501547> [dostęp 2.12.2014].
- Iatridis G., *Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market*, "International Review of Financial Analysis" 2008, No. 17, s. 219–241.
- Jędrzejka D., *Problemy rachunkowości instrumentów finansowych w czasie kryzysu*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług” 2010, Vol. 569(4).
- Jędrzejka D., *Rozszerzona sprawozdawczość biznesowa jako czynnik zwiększający przejrzystość spółki*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania i Finansów we Wrocławiu” 2009, nr 29.
- Jędrzejka D., *Spółeczna odpowiedzialność biznesu a przetrwanie i rozwój przedsiębiorstwa*, [w:] G. Urbanek (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce. Wybrane aspekty współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Jizi M., Salama A., Dixon R., Stratling R., *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from the US Banking Sector*, "Journal Of Business Ethics" 2014, Vol. 125(4), s. 601–615.
- Jones M. J., *A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narratives in the Corporate Reports of a UK Company*, "Accounting & Business Research" 1988, Autumn, Vol. 18, Issue 72, s. 297–305.
- Jones M. J., *Commentaries: Readability of annual reports: Western versus Asian evidence – a comment to contextualize*, "Accounting, Auditing & Accountability Journal" 1996, Vol. 9, No. 2, s. 86–91.
- Jones M. J., Shoemaker P. A., *Accounting Narratives: A Review of Empirical Studies of Content and Readability*, "Journal of Accounting Literature" 1994, No. 13, s. 142–184.
- Jorgensen B. N., Kirschenheiter M. T., *Discretionary risk disclosures*, "The Accounting Review", April 2003, No. 78.
- Joseph C., Taplin R., *The measurement of sustainability disclosure: Abundance versus Occurrence*, "Accounting Forum" 2010, doi:10.1016/j.accfor.2010.11.002.
- Kanagaretnam K., Lobo G. J., Whalen D. J., *Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?*, "Journal of Accounting and Public Policy" 2007, No. 26.
- Kaplan R. S., Norton D. P., *Putting the Balanced Scorecard to Work*, "Harvard Business Review", September 1993.
- Kaplan R. S., Norton D. P., *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*, "Harvard Business Review", February 1992.
- Karamanou I., Vafeas N., *The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An*

- empirical analysis*, "Journal of Accounting Research" 2005, Vol. 43(2).
- Kim J., Zhang L., *Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks*, "Contemporary Accounting Research" 2014, Vol. 31(3), s. 851–875.
- Klein A., *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management*, "Journal of Accounting and Economics" 2002, Vol. 33 (3).
- Knox S., Maklan S., *Corporate Social Responsibility: Moving Beyond Investment Towards Measuring Outcomes*, "European Management Journal" 2004, Vol. 22, No. 5.
- Kothari S. P., Shu S., Wysocki P. D., *Do Managers Withhold Bad News?*, "Journal of Accounting Research", March 2009, Vol. 47, Issue 1, s. 241.
- Kranacher M., *Financial Statement Complexity: A Breeding Ground for Fraud*, "The CPA Journal", September 2006.
- Lambert R., Leuz C., Verrecchia R. E., *Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital*, "Journal of Accounting Research", May 2007, Vol. 45, No. 2.
- Lang M., Lundholm R., *Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure*, "Journal of Accounting Research" 1993, Vol. 31(2), s. 246–271.
- Legoria J. Boone, Stammerjohan W. W., *The economic benefits of FASB's recommended disclosures: Evidence from the pharmaceutical industry*, "Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting" 2008, No. 24, s. 202–212.
- Leuz C., *Proprietary versus Non-Proprietary Disclosures: Evidence from Germany*, 2003, <http://ssrn.com/abstract=99861> [dostęp 2.12.2014].
- Leuz C., Verrecchia R. E., *The Economic Consequences of Increased Disclosure*, "Journal of Accounting Research" 2000, Vol. 38, Supplement.
- Lis K. A., Sterniczuk H., *Sposoby definiowania corporate governance w polskiej i zachodniej literaturze przedmiotu*, „Przegląd Corporate Governance” 2006, No. 1(5).
- Loomis C. J., *Lies, Damned Lies, and Managed Earnings*, "FORTUNE", Monday, August 2, 1999.
- Lundholm R., Van Winkle M., *Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence*, "Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum" 2006, s. 43–48.
- MacDonald N., Beattie A., *The Corporate Governance Jigsaw*, "Accounting & Business Research" 1993, Vol. 23, Issue 91A, s. 304–310.
- Maignan I., Ferrell O. C., *Antecedents and benefits of corporate citizenship: an investigation of French businesses*, "Journal of Business Research" 2001, Vol. 51.
- Mandl C., Lobe S., Röder K., *Fundamental Valuation of Extra-Financial Information*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1004755> [dostęp 2.12.2014].
- Marcinkowska M., *Bilans zasobów niematerialnych*, [w:] M. Panfil (red.), *Controlling – wiedza i narzędzia praktyczne*, Warszawa 2004.
- Marcinkowska M., *Czy raport roczny może ostrzec przed ryzykiem?*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2009, nr 1.
- Marcinkowska M., *Regulacje w dobie kryzysu: nadzór, normy ostrożnościowe i rachunkowość*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2009, nr 534(17), s. 743–760.
- Marcinkowska M., *Rola komisji ds. audytu we wspieraniu efektywnego nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru*

- korporacyjnego, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Marcinkowska M., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – aspekty teoretyczne*, „Przegląd Organizacji” 2010, nr 10.
- Marcinkowska M., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – przegląd badań*, „Przegląd Organizacji” 2010, nr 12.
- Marcinkowska M., *Tworzenie wartości przedsiębiorstwa dla interesariuszy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 639(37).
- Marston C. L., Shriver P. L., *The use of disclosure indices in accounting research: A review article*, “British Accounting Review” 1991, Vol. 123(3), s. 195–210.
- McMullen D. A., *Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committees*, “Auditing: A Journal of Practice and Theory”, Spring 1996, Vol. 15, Issue 1, s. 87–103.
- Merkley K. J., *Narrative Disclosure and Earnings Performance: Evidence from R&D Disclosures*, “Accounting Review” 2014, Vol. 89(2), s. 725–757.
- Michalczuk G., *Sprawozdanie kapitału intelektualnego – źródło informacji o kreatorach wartości przedsiębiorstwa*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego” 2008, nr 6.
- Nagar V., Nanda D., Wysocki P., *Discretionary disclosure and stock-based incentives*, “Journal of Accounting and Economics”, January 2003, Vol. 34, Issues 1–3.
- Nöthinger M., *Budowanie wartości dzięki społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw – spojrzenie z perspektywy biznesu*, 2008, <http://www.nu.fob.org.pl/> artykuł-budowanie-wartoci-dzieki-spo-
lecz-160_746.htm [dostęp 2.12.2014].
- Orens R., Aerts W., Lybaert N., *Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value*, “Management Decision” 2009, Vol. 47, No. 10.
- Palmrose Z., Scholz S., *The Circumstances and Legal Consequences of Non-GAAP Reporting: Evidence from Restatements*, “Contemporary Accounting Research”, Spring 2004, Vol. 21, Issue 1, s. 139–180.
- Patel S. A., Balic A., Bwakira L., *Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets*, “Emerging Markets Review” 2002, No. 3, s. 325–337.
- Patel S., Balic A., Bwakira L., Bradley N., Dallas G., *Transparency and Disclosure Study: Europe*, Standard & Poor’s, 2003, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Transparency_and_Disclosure_Study_Europe.pdf [dostęp 8.12.2010].
- Patelli L., Prencipe A., *The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder*, “European Accounting Review” 2007, Vol. 16, No. 1, s. 5–33.
- Patelli T. V., Eaton J. R., Nofsinger D., Weaver G., *Disclosure and the cost of equity in international cross-listing*, “Rev Quant Finan Acc” 2007, No. 29, s. 1–24.
- Pearce B., *Sustainability and business competitiveness*, 2003, http://www.sproutdesign.co.uk/documents/Sustainability_and_Business_Competitiveness.pdf [dostęp 2.12.2014].
- Petersen C., Plenborg T., *Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark*, “Journal of International Accounting Auditing & Taxation” 2006, Vol. 15, Issue 2.
- Pfeffer J. G., Salancik R., *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Stanford University Press, 2003.

- Porter M. E., Kramer M. R., *Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, "Harvard Business Review" 2006, No. 12.
- Post J., Preston L., Sachs S., *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth*, Stanford Business Books 2002.
- Prencipe A., *Proprietary Costs and Voluntary Segment Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies*, "European Accounting Review" 2004, Vol. 13, No. 2.
- Prickett R., *Sweet clarity*, "Financial Management", September 2002.
- Purushothaman M., Tower G., Hancock P., Taplin R., *Determinants of corporate social reporting practices of listed Singapore companies*, "Pacific Accounting Review" 2000, Vol. 12(2), s. 101–134.
- Radin A. J., *Have We Created Financial Statement Disclosure Overload?*, "The CPA Journal", November 2007.
- Rakow K. C., *The effect of management earnings forecast characteristics on cost of equity capital*, "Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting", June 2010, Vol. 26, Issue 1.
- Reverte C., *The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital*, "Corporate Social Responsibility & Environmental Management" 2012, Vol. 19(5), s. 253–272.
- Richardson A. J., Welker M., *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*, "Accounting, Organizations and Society" 2001, No. 26, s. 597–616.
- Ritter A., Wells P., *Identifiable intangible asset disclosures, stock prices and future earnings*, "Accounting and Finance", Clayton: December 2006, Vol. 46, Issue 5, s. 843.
- Robb S. W. G., Single L. E., Zarzeski M. T., *Non-financial Disclosures Across Anglo-American Countries*, "Journal of International Accounting" 2001, Vol. 10(1), s. 71–83.
- Romlah J., Sabariah J., Mara Riduan C. A. R., *Determinant factors affecting quality of reporting in annual report of Malaysian companies*, "Malaysian Accounting Review" 2007, Vol. 6, No. 2.
- Roos G., Pike S., Fernström L., *Managing intellectual capital in practice*, Elsevier 2005.
- Roseberry R. L., *A Texture Index: Measuring Texture in Discourse*, "International Journal of Applied Linguistics" 1995, Vol. 5(2), s. 205–223.
- Rutherford B. A., *Obfuscation, Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance*, "Journal of Management & Governance", June 2003.
- Sabatini G., Tarola I., *Transparency on secondary markets*, "Quaderni Di Finanza", Maggio 2002, N. 50, www.consob.it/documenti/quaderni/qdf50.pdf [dostęp 20.11.2014].
- Sengupta P., *Corporate disclosure quality and the cost of debt*, "Accounting Review", October 1998, Vol. 73, Issue 4.
- Seretny A., *Wskaźnik czytelności tekstu jako pomoc w określaniu stopnia jego trudności*, „LingVaria” 2006, R. I, nr 2.
- Sharifah B., *The Quantity and Quality of Environmental Reporting in Annual Report of Public Listed Companies in Malaysia*, "Issues in Social and Environmental Accounting", December 2010, Vol. 4, No. 2, s. 115–135.
- Sheridan B., *The New Face of Financial Reporting*, "Sum News", Spring 2005.
- Sieber T., Weißberger B., Oberdörster T., Baetge J., *Let's talk strategy: the impact of voluntary strategy disclosure on the cost of equity capital*, "Business Research" 2014, Vol. 7(2), s. 263–312.

- Skaife H. A., Collins D. W., Kinney W. R., LaFond R. Jr., *The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity*, "Journal of Accounting Research", March 2009, Vol. 47, Issue 1, s. 1–43.
- Spiegel M., Subrahmanyam A., *Asymmetric Information and News Disclosure Rules*, "Journal of Financial Intermediation" 2000, No. 9.
- Sumiani Y., Haslinda Y., Lehman G., *Environmental Reporting in a Developing Country: A Case Study on Status and Implementation in Malaysia*, "Journal of Cleaner Production" 2007, Vol. 15, s. 895–901.
- Sunhilde C., Hajnalka K., *Corporate Governance – A Transparency Index For The Romanian Listed Companies*, University of Oradea, "Annals of Faculty of Economics", May 2009, Vol. 2(1), s. 60–66.
- Sveiby K. E., *The Intangible Assets Monitor*, "Journal of Human Resource Costing & Accounting" 1997, Vol. 2, Issue 1, s. 73–97.
- Sydserrff R., Weetman P., *A Texture Index for Evaluating Accounting Narratives: An Alternative to Readability Formulas*, "Accounting, Auditing and Accountability Journal" 1999, Vol. 12(4), s. 459–488.
- Thompson P., Zakaria Z., *Corporate social responsibility reporting in Malaysia progress and prospects*, "Journal of Corporate Citizen", Spring 2004, No. 13, s. 125–136.
- Vanstraelen A., Zarzeski M. T., Robb S. W. G., *Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries*, "Journal of International Financial Management and Accounting" 2003, Vol. 14(3).
- Verrecchia R., *Essays on disclosure*, "Journal of Accounting and Economics" 2001, Vol. 32(1–3).
- Vogel D., *The Market for Virtue, The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility*, Brookings Institution 2005.
- Walczak W., *Znaczenie niematerialnych zasobów w procesach budowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa*, "E-mentor" 2010, Vol. 36(4), <http://www.e-mentor.edu.pl/artukul/index/numer/36/id/775> [dostęp 25.01.2015].
- Wang H. C., Chang H. J., *Value-Relevance of Accounting Earnings: Accounting Information Transparency and Stock Returns*, "The Journal of 21st Century Accounting", Winter/Spring 2008, Vol. 8, Issue 1.
- Wang L., Tuttle B., *Using corporate social responsibility performance to evaluate financial disclosure credibility*, "Accounting & Business Research (Taylor & Francis)" 2014, Vol. 44(5), s. 523–544.
- Webb J. N., *Corporate Profits and Social Responsibility: "Subsidization" of Corporate Income Under Charitable Giving Tax Laws*, "Journal of Economics and Businesses" 1995, Vol. 48.
- Webb K. A., Cahan S. F., Sun J., *The effect of globalization and legal environment on voluntary disclosure*, "The International Journal of Accounting" 2008, No. 43, s. 219–245.
- Wilmshurst T. D., Frost G. R., *Corporate environmental reporting: A test of legitimacy theory*, "Accounting, Auditing and Accountability" 2000, Vol. 13(1), s. 10–26.
- Yeh Y., Chen H., Wu M., *Can Information Transparency Improve Earnings Quality Attributes? Evidence from an Enhanced Disclosure Regime in Taiwan*, "Emerging Markets Finance & Trade" 2014, Vol. 50(4), s. 237–253.
- Zarzeski M. T., *Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices*, "Accounting Horizons" 1996, Vol. 10(1), s. 18–37.

Akty prawne, regulacje, wytyczne

AccountAbility, *AA1000 Accountability Principles Standard 2008*, 2008, <http://www.accountability.org/standards/aa1000aps.html> [dostęp 15.12.2014].

Accounting for Sustainability, *Connected Reporting – A practical guide with worked examples*, 2009, <http://www.accountingforsustainability.org/wp-content/uploads/2011/12/Connected-Reporting-A-practical-guide-with-worked-examples-17th-December-2009.pdf> [dostęp 15.12.2014].

ACI Polska, *Międzynarodowy Kodeks Postępowania i Praktyki Rynków Finansowych*, http://www.acipolska.pl/images/pliki/ACI_Kodeks_Wzorcowy.pdf [dostęp 15.11.2015].

Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie, *Wissensbilanz – Made in Germany, Leitfaden 2.0 zur Erstellung einer Wissensbilanz*, Berlin 2013, http://www.akwissensbilanz.org/Infoservice/Infomaterial/Leitfaden_2.0_Wissensbilanz_Stand_Nov2013.pdf [dostęp 19.12.2014].

Canibano L., Garcia Ayuso M., Sanchez P., Chaminade C., *Guidelines for managing and reporting on intangibles (Intellectual Capital Report)*, 2002, http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/palomas/DIRECTRICES%20MERITUM%20-%20INGLES.pdf [dostęp 19.12.2014].

CERES, *The 21st Century Corporation: The Ceres Roadmap for Sustainability*, 2010 <http://www.ceres.org/resources/reports/ceres-roadmap-to-sustainability-2010/view> [dostęp 15.12.2014].

Dyrektywa 2003/51/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 18 czerwca 2003 r. zmieniająca dyrektywy 78/660/EWG, 83/349/EWG, 86/635/EWG i 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, banków i innych instytucji finansowych

oraz zakładów ubezpieczeń, Dz. Urz. UE L 178/16 17.07.2003.

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, Dz. Urz. UE L390/38 31.12.2004.

Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG, Dz. Urz. UE L157/87 9.6.2006.

Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń, Dz. Urz. UE L224/1 16.8.2006.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywę Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG, Dz. Urz. UE L182/19 29.06.2013.

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE, Dz. Urz. UE L294/13 6.11.2013.
- EITI, *The EITI Standard*, 2013, https://eiti.org/files/English_EITI%20STANDARD_11July_0.pdf [dostęp 15.12.2014].
- FASB, *SFAS 131 Disclosures about Segments of an Enterprise and Related Information*, June 1997.
- Generalna Dyrekcja Ochrony Środowiska, *O Emas*, <http://emas.gdos.gov.pl/o-emas> [dostęp 15.12.2014].
- GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, 2011, http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/foldery/dobre_praktyki_GPW.pdf [dostęp 25.01.2015].
- GRI, *G4 Sustainability Reporting Guidelines*, 2013, <https://www.globalreporting.org/resource/library/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- GRI, *Sustainability Reporting Guidelines*, 2011, <https://www.globalreporting.org/resource/library/G3.1-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf> [dostęp 27.01.2015].
- GRI, *Wytyczne do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju*, 2006, <https://www.globalreporting.org/resource/library/GRI-G3-Polish-Reporting-Guidelines.pdf> [dostęp 27.01.2015].
- Hampel Committee, *Final Report*, January 1998, http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel_index.htm [dostęp 15.12.2014].
- Higgs Review (*Review of the role and effectiveness of non-executive directors*), The Department of Trade and Industry, 2003, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20070603164510/http://www.dti.gov.uk/files/file23012.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- IASB, *IASB and FASB Commitment to Memorandum of Understanding Quarterly Progress Report*, 31 March 2010, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/April2010progressreport3.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- IASB, *IFRS Practice Statement Management Commentary, A framework for presentation*, December 2010, <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/IFRS-Practice-Statement/Documents/Managementcommentarypracticestatement8December.pdf> [dostęp 10.01.2015].
- IFAC, *IFAC Sustainability Framework 2.0*, 2011, <http://www.ifac.org/publications-resources/ifac-sustainability-framework-20> [dostęp 15.12.2014].
- IFRS Foundation, *A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting*, July 2013, <http://www.ifrs.org/current-projects/iasb-projects/conceptual-framework/discussion-paper-july-2013/documents/discussion-paper-conceptual-framework-july-2013.pdf> [dostęp 20.11.2014].
- IFRS Foundation, *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, September 2010.
- Internal control, *Revised guidance for directors on the combined code*, Financial Reporting Council, Financial Reporting Council, 2005, <https://www.frc.org.uk/our-work/combined-code>

- www.frc.org.uk/getattachment/5e4d12e4-a94f-4186-9d6f-19e17aeb5351/Turnbull-guidance-October-2005.aspx [dostęp 25.01.2015].
- International Corporate Governance Network, *ICGN Statement and Guidance on Non-financial Business Reporting*, 2008, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/reporting-disclosure/swedish-presidency/files/background_documents/statement_and_guidance_on_non-financial_reporting_-_international_corporate_governance_network_en.pdf [dostęp 25.01.2015].
- ISO, *ISO 14063:2006*, <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:14063:ed-1:v1:en> [dostęp 15.12.2014].
- ISO, *ISO 26000:2010*, <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:26000:ed-1:v1:en> [dostęp 15.12.2014].
- Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry, *Guidelines for Disclosure of Intellectual Assets Based Management*, 2005, http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/GuidelineforIAM.pdf [dostęp 19.12.2014].
- Komisja Nadzoru Finansowego, *Kanon Dobrych Praktyk Rynku Finansowego*, http://www.knf.gov.pl/Images/Kanon_DPRF_tcm75-22555.pdf [dostęp 15.11.2015].
- MSSF 8 Segmenty operacyjne*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L304/10 2007.
- Myners Report (Institutional Investment in the UK: A Review)*, HM Treasury, 2001, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20130129110402/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/1/6/31.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- Obwieszczenie Ministra Finansów z dnia 14 października 2013 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, Dz.U. 2014, Nr 0, poz. 300.
- Obwieszczenie Ministra Finansów z dnia 27 czerwca 2013 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U. 2014, Nr 0, poz. 133.
- OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2011, <http://www.oecd.org/corporate/mne/48004323.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, 2004, www.oecd.org/dataoecd/16/32/34656740.pdf [dostęp 20.11.2014].
- PRI, *The Principles for Responsible Investment*, <http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/> [dostęp 15.12.2014].
- Rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości, Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich L243/1, 11.09.2002.
- Rozporządzenie Komisji (WE) NR 1569/2007 z dnia 21 grudnia 2007 r. ustanawiające zgodnie z dyrektywami 2003/71/WE i 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady mechanizm ustalenia równoważności standardów rachunkowości stosowanych przez emitentów papierów wartościowych z krajów trzecich, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L340/66 21.12.2007.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach

- finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, Dz.U. 2005, Nr 209, poz. 1743.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U. 2009, Nr 33, poz. 259 z późn. zm.
- Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Public Law. 107-204. 116 Stat. 745-810.
- Smith Report (Audit Committees Combined Code Guidance)*, Financial Reporting Council, 2003, http://www.ecgi.org/codes/documents/ac_report.pdf [dostęp 25.01.2015].
- The UK Corporate Governance Code*, September 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- The UK Stewardship Code*, September 2012, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- Turnbull Report (Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code)*, ICAEW, 1999, <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- Uchwała Nr 6/2014 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 15 kwietnia 2014 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Standardu Rachunkowości Nr 9 „Sprawozdanie z działalności”.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, Nr 94 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o redukcji niektórych obowiązków obywateli i przedsiębiorców, Dz. U. 2011, Nr 232, poz. 1378.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2009, Nr 185, poz. 1439.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2009, Nr 152, poz. 1223 ze zm.
- Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym, Dz.U. 2009, Nr 77, poz. 649.

Raporty spółek

AGORA Spółka Akcyjna, *AGORA SA Raport roczny 2005*, <http://www.agora.pl/im/7/3442/m3442787.pdf> [dostęp 20.10.2010].

AGORA Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny – całość*, 2013, <http://www.agora.pl/agma/0,137665.html> [dostęp 12.02.2015].

AGORA Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny 2005*, <http://www.agora.pl/im/1/3282/m3282681.pdf> [dostęp 20.10.2010].

AGORA Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny 2009*, <http://www.agora.pl/im/8/7765/m7765558.pdf> [dostęp 20.10.2010].

AGORA Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, <http://www.agora.pl/im/3/799/m799023.pdf> [dostęp 20.10.2010].

AGORA Spółka Akcyjna, *Sprawozdanie z działalności Rady Nadzorczej spółki Agora S.A. w 2013 roku*, <http://www.agora.pl/im/7/16105/m16105967,SPRAWOZDANIE-RN-2013.pdf> [dostęp 12.02.2015].

- Bank BPH SA, *List Prezesa*, 2014, http://www.bph.pl/pl/relacje_inwestorskie/informacje_finansowe [dostęp 12.02.2015].
- Bank BPH SA, *Oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego w Banku BPH w 2013 roku, stanowiące załącznik do Sprawozdania Finansowego*, http://www.bph.pl/pl/relacje_inwestorskie/informacje_finansowe [dostęp 12.02.2015].
- Bank BPH SA, *Raport Roczny 2005*, [www.pliki.bph.pl/RR/RR_2005.pdf](http://www.bph.pl/RR/RR_2005.pdf)
- Bank BPH SA, *Raport roczny 2009*, http://www.bph.pl/pl/o_banku/raporty_roczne [dostęp 20.10.2010].
- Bank BPH SA, *Raport roczny 2013*, http://www.bph.pl/repo/bph/PR/raporty_roczne/BPH_raport_2013_interaktywny.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Bank BPH SA, *Roczne Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Grupy Kapitałowej Banku BPH SA za rok 2013*, http://www.bph.pl/pl/relacje_inwestorskie/informacje_finansowe [dostęp 12.02.2015].
- Bank BPH SA, *Skonsolidowany raport roczny 2005*, http://www.bph.pl/repo/bph/relacje_inwestorskie/raporty_roczne/skonsolidowany_raport_roczny_2005.zip [dostęp 20.10.2010].
- Bank BPH SA, *Skonsolidowany raport roczny 2009*, http://www.bph.pl/repo/bph/relacje_inwestorskie/raporty_roczne/skonsolidowany_raport_roczny_2009.zip [dostęp 20.10.2010].
- Bank BPH SA, *Sprawozdanie Zarządu Banku z działalności Grupy Banku BPH S.A. za rok 2013*, http://www.bph.pl/pl/relacje_inwestorskie/informacje_finansowe [dostęp 12.02.2015].
- Bank Handlowy w Warszawie SA, *Raport roczny 2013*, http://www.citibank.pl/poland/homepage/raport_roczny_2013/raport/raport_roczny_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Bank Handlowy w Warszawie SA, *SAB-RS 2001*, http://www.citibank.pl/poland/homepage/polish/files/12_01skpl.zip [dostęp 21.10.2010].
- Bank Handlowy w Warszawie SA, *Skonsolidowany raport roczny 2005*, http://www.citibank.pl/poland/homepage/polish/files/20060331rap_sk.zip [dostęp 21.10.2010].
- Bank Handlowy w Warszawie SA, *Skonsolidowany raport roczny za 2009 rok*, http://www.citibank.pl/poland/homepage/polish/files/raport_roczny_2009.zip [dostęp 21.10.2010].
- Bank Millennium SA, *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej Banku Millennium za okres 12-tu miesięcy zakończony 31 grudnia 2013 r.*, https://www.bankmillennium.pl/o-banku/relacje_inwestorskie/raporty-finansowe/raporty-roczne [dostęp 12.02.2015].
- Bank Millennium SA, *Odpowiedzialny Biznes 2009*, http://www.bankmillennium.pl/static-content/PL/Odpowiedzialny_biznes_2009_715468.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Bank Millennium SA, *Odpowiedzialny biznes 2013*, <http://raportcsr.bankmillennium.pl/pl/node/121> [dostęp 12.02.2015].
- Bank Millennium SA, *Raport Grupy Kapitałowej Banku Millennium S.A. za okres 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2013 r.*, https://www.bankmillennium.pl/o-banku/relacje_inwestorskie/raporty-finansowe/raporty-roczne [dostęp 12.02.2015].
- Bank Millennium SA, *Skonsolidowany Raport Roczny Grupy Banku Millennium S.A. za rok 2005*, http://www.bankmillennium.pl/static-content/PL/Skonsolidowany_Raport_Roczny_Banku_Millennium_S.A._za_rok_2005_312679.ZIP [dostęp 21.10.2010].
- Bank Millennium SA, *Skonsolidowany Raport Roczny Grupy Banku Millennium S.A.*

- za rok 2009, http://www.bankmillennium.pl/static-content/PL/Skonsolidowany_raport_roczny_Grupy_Banku_Millennium_2009_595624.zip [dostęp 21.10.2010].
- Bank Polska Kasa Opieki SA, *Raport Roczny 2005*, <http://www.pekao.com.pl/binsource/f/59/85/P1K01457ba3a0c45502a5985,ATTACHMENT,PL,1,0,0.pdf> [dostęp 22.10.2010].
- Bank Polska Kasa Opieki SA, *Raport Roczny 2009*, http://www.pekao.com.pl/binsource/f/30/54/0/bin_P1K0237b29b2bb005e6630540,ATTACHMENT,PL,1,0,0/Raport_Roczny_z_Wkladka_2009.pdf [dostęp 22.10.2010].
- Bank Polska Kasa Opieki SA, *Raport roczny 2013*, <http://www.pekao.com.pl/binsource?docId=49093> [dostęp 12.02.2015].
- Bank Polska Kasa Opieki SA, *Skonsolidowany Raport Roczny RS 2005*, http://www.pekao.com.pl/binsource/f/74/90/bin_P1K06805d7b2726f60f77490,FILE,PL,1,0,0/Skonsolidowane_sprawozdanie_finansowe_za_2005_r._PL.zip [dostęp 22.10.2010].
- Bank Polska Kasa Opieki SA, *Skonsolidowany Raport Roczny RS 2009*, http://www.pekao.com.pl/binsource/f/29/24/3/bin_P1K0638444b3d795d54229243,FILE,PL,1,1,0/Skonsolidowanie_Sprawozdanei_Finansowe_2009.zip [dostęp 22.10.2010].
- Bank Polska Kasa Opieki SA, *Skonsolidowany raport roczny SAB-RS 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Bank Polska Kasa Opieki SA, *Sprawozdanie Rady Nadzorczej Banku Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z działalności w 2013 roku*, http://www.pekao.com.pl/binsource/f/47/60/2/bin_P1K09f82ac2c293c8b9647602,BIN-FILE,PL,1,0,0/Sprawozdanie_Rady_Nadzorczej_z_dzialalnosci_w_2013_dn.16.05.2014.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Bank Przemysłowo-Handlowy PBK SA, *Raport Roczny, Annual Report 2001*, http://www.pliki.bph.pl/RR/RR_2001.pdf [dostęp 20.10.2010].
- Bank Przemysłowo-Handlowy PBK SA, *Skonsolidowany raport roczny 2001*, http://www.bph.pl/repo/bph/relacje_inwestorskie/raporty_roczne/skonsolidowany_raport_roczny_2001.rar [dostęp 20.10.2010].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Oświadczenie o stosowaniu ładunku korporacyjnego w 2013 roku*, http://static3.bzwbk.pl/asset/o/s/w/oswiadczenie_o_stosowaniu_ladunku_korporacyjnego_2013_43481.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Raport CSR 2013*, http://static3.bzwbk.pl/asset/r/a/p/raport-csr-2013_bz-wbk_43479.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Raport roczny 2001*, http://ir.bzwbk.pl/_items/inwestor.bzwbk.pl/pdf/raport/raport_2001_pol.pdf [dostęp 20.10.2010].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Raport roczny 2013*, http://static3.bzwbk.pl/asset/r/a/p/raport_roczny_bz_wbk_2013-1_43477.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe grupy kapitałowej Banku Zachodniego WBK S.A.*, http://ir.bzwbk.pl/_items/inwestor.bzwbk.pl/pdf/raport/bzwbk_rs_2009_pl.pdf [dostęp 20.10.2010].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny SAB-RS 2001*, http://ir.bzwbk.pl/_items/inwestor.bzwbk.pl/pdf/raport/sabrs_2001_pol.ZIP [dostęp 20.10.2010].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny SAB-RS 2005*, http://ir.bzwbk.pl/_items/inwestor.bzwbk.pl/pdf/raport/sabrs2005.zip [dostęp 20.10.2010].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Sprawozdanie Rady Nadzorczej z badania za 2009*

- rok, http://ir.bzwbk.pl/_items/inwestor.bzwbk.pl/pdf/sprawozdanie_rn_z_badania_2009pl.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Sprawozdanie z Działalności Rady Nadzorczej w 2009 roku*, http://ir.bzwbk.pl/spolka/sprawozdania-rady-nadzorczej/_items/inwestor.bzwbk.pl/pdf/sprawozdanie_z_z_dzialalnosci_rn_2009_pl.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Bank Zachodni WBK Spółka Akcyjna, *Sprawozdanie zarządu z działalności grupy kapitałowej Banku Zachodniego WBK S.A. w 2009 roku*, http://ir.bzwbk.pl/_items/inwestor.bzwbk.pl/pdf/raport/bzwbk_sprzarz_grupa_2009.pdf [dostęp 20.10.2010].
- BIG Bank Gdański SA, *Skonsolidowany raport roczny SAB-RS2001*, http://www.bankmillenium.pl/static-content/PL/2001_313035.zip [dostęp 21.10.2010].
- BRE Bank Spółka Akcyjna, *Grupa BRE Banku Raport Roczny 2009*, http://www.brebank.pl/images/BreKorpo2/Portal/BinaryPL/2393478/Skonsolidowany_Raport_Roczny_Grupy_BRE_Banku_za_2009_PL_2393478.pdf [dostęp 20.10.2010].
- BRE Bank Spółka Akcyjna, *Oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego w BRE Banku SA za 2009 rok*, http://www.brebank.pl/images/BreKorpo2/Portal/BinaryPL/2495285/Oswiadczenie_o_stosowaniu_zasad_ladu_korporacyjnego_2009_2495285.pdf [dostęp 20.10.2010].
- BRE Bank Spółka Akcyjna, *Raport roczny R 2005*, http://www.brebank.pl/images/BreKorpo2/Portal/BinaryPL/296589/Raport_roczny_2005_-_BRE_Bank_296589.zip [dostęp 20.10.2010].
- BRE Bank Spółka Akcyjna, *Raport roczny SAB-RS 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- BRE Bank Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, http://www.brebank.pl/images/BreKorpo2/Portal/BinaryPL/296548/Skonsolidowany_raport_roczny_2005_-_Grupa_BRE_Banku_296548.zip [dostęp 20.10.2010].
- Budimex SA, *Good CSR 2009 Raport odpowiedzialnego biznesu*, http://www.budimex.pl/archive/12/file_126/RAPORT_Good_CSR_2009_4_strony.pdf [dostęp 20.10.2010].
- Budimex SA, *Grupa Budimex Raport odpowiedzialnego biznesu 2013*, http://www.budimex.pl/repository/sustainability/RaportyCSR/budimex_PL_internet.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Budimex SA, *Raport inwestorski angielski 2005*, <http://budimex.pl/publication.asp?ID=207> [dostęp 20.10.2010].
- Budimex SA, *Raport inwestorski angielski 2009*, <http://budimex.pl/publication.asp?ID=8277> [dostęp 20.10.2010].
- Budimex SA, *Raport inwestorski polski 2005*, <http://budimex.pl/publication.asp?ID=1333> [dostęp 20.10.2010].
- Budimex SA, *Raport inwestorski polski 2009*, <http://budimex.pl/publication.asp?ID=8276>
- Budimex SA, *Raport roczny skonsolidowany SA-RS-2005*, <http://budimex.pl/publication.asp?ID=1026> [dostęp 20.10.2010].
- Budimex SA, *Raport roczny skonsolidowany SA-RS-2009*, <http://budimex.pl/publication.asp?ID=7977> [dostęp 20.10.2010].
- Budimex SA, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok zakończony 31 grudnia 2013 roku*, <http://www.budimex.pl/pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe> [dostęp 12.02.2015].
- Budimex SA, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Budimex SA, *Sprawozdanie Rady Nadzorczej Budimex S.A., 2014*, <http://www.budimex.pl/repository/about/SprawozdaniaRN/>

- Sprawozdanie_RN_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Budimex SA, *Sprawozdanie z działalności Grupy za rok 2013*, <http://www.budimex.pl/pl/relacje-inwestorskie/raporty/okresowe> [dostęp 12.02.2015].
- Comarch SA, *Oświadczenie zarządu Comarch S.A. o stosowaniu ładu korporacyjnego w 2013 roku*, http://relacje-inwestorskie.comarch.pl/files_pl/file_2214/Oswiadczenie-o-stosowaniu-ladu-korporacyjnego_RS_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Comarch SA, *Raport roczny 2001*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_2248/Comarch-SARaportRoczny2001_2715.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Comarch SA, *Raport roczny 2005*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_2248/Comarch-SARaportRoczny2005_2719.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Comarch SA, *Raport roczny 2009*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_2142/Comarch_Raport_Roczny_2009_PL.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Comarch SA, *Raport Roczny Grupy Kapitałowej Comarch 2013*, http://relacje-inwestorskie.comarch.pl/files_pl/file_8065/Raport_Roczny_2013_17_6.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Comarch SA, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok obrotowy 2013 wraz z opinią biegłego rewidenta i raportem z badania*, http://relacje-inwestorskie.comarch.pl/files_pl/file_7986/RS_-2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Comarch SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_2235/RS_2005_2618.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Comarch SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2009*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_2230/RS_2009.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Comarch SA, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_2242/SARS_2001_2667.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Comarch SA, *Spółeczna Odpowiedzialność Biznesu Raport 2013*, <http://www.comarch.pl/o-firmie/zrownowazony-biznes/raport-spoleczna-odpowiedzialnosc-biznesu/> [dostęp 12.02.2015].
- Comarch SA, *Sprawozdanie z działalności Rady Nadzorczej Comarch S.A. w 2009 roku*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_7151/Sprawozdanie_z_dzialalnosci_RN_oraz_ocena_sytuacji_Spolki_2009.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Comarch SA, *Sprawozdanie z działalności Rady Nadzorczej Comarch S.A. w 2013 roku*, http://www.comarch.pl/files_pl/file_8070/sprawozdanie-RN-z-dzialalnosci-w-2013-oraz-ocena-sytuacji-spolki.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Firma Oponiarska Dębica SA, *Oświadczenie w sprawie przestrzegania zasad ładu korporacyjnego*, 2013, https://www.debica.com.pl/files/news/EBI_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Firma Oponiarska Dębica SA, *Raport Roczny 2005 Annual Report 2005*, <http://www.debica.com.pl/files/news/5.pdf> [dostęp 21.10.2010].
- Firma Oponiarska Dębica SA, *Raport Roczny 2009*, http://www.debica.com.pl/files/news/Raport_Roczny_2009.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Firma Oponiarska Dębica SA, *Raport roczny 2013*, https://www.debica.com.pl/files/news/raport_2013pl.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Firma Oponiarska Dębica SA, *Raport roczny SA-R 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Firma Oponiarska Dębica SA, *Raport roczny SA-R 2013*, https://www.debica.com.pl/files/news/SA-R_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].

- Firma Oponiarska Dębica SA, SA-R 2005, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Firma Oponiarska Dębica SA, SA-R 2009, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Grupa Kęty SA, *Oświadczenie Grupy Kęty S.A. o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego w 2013 r.*, <http://www.grupakety.com/pl/11,lad-korporacyjny.html> [dostęp 12.02.2015].
- Grupa Kęty SA, *Oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego w Grupie Kęty SA w 2009 roku*, <http://www.grupakety.com/pl/sprawozdania-finansowe-roczne/#2009> [dostęp 21.10.2010].
- Grupa Kęty SA, *Pismo Prezesa Zarządu*, <http://www.grupakety.com/pl/sprawozdania-finansowe-roczne/#2009> [dostęp 21.10.2010].
- Grupa Kęty SA, *Raport roczny 2005*, <http://www.grupakety.com/pl/file/raport-roczny-dla-akcjonariuszy-2005/get/> [dostęp 21.10.2010].
- Grupa Kęty SA, *Raport roczny 2009*, <http://www.grupakety.com/pl/file/raport-roczny-dla-akcjonariuszy-2009/get/> [dostęp 21.10.2010].
- Grupa Kęty SA, *Raport roczny 2013*, <http://www.grupakety.com/pl/46,raporty-roczne.html> [dostęp 12.02.2015].
- Grupa Kęty SA, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe 2013*, <http://www.grupakety.com/pl/45,raporty-okresowe.html> [dostęp 12.02.2015].
- Grupa Kęty SA, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe na dzień i za rok obrotowy kończący się 31 grudnia 2005 roku przygotowane zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej przyjętymi przez Unię Europejską*, <http://www.grupakety.com/pl/sprawozdania-finansowe-roczne/#2005> [dostęp 21.10.2010].
- Grupa Kęty SA, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok 2009*, <http://www.grupakety.com/pl/sprawozdania-finansowe-roczne/#2009> (21.10.2010).
- Grupa Kęty SA, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, <http://www.grupakety.com/pl/file/raport-skonsolidowany-4/get/> [dostęp 21.10.2010].
- Grupa Kęty SA, *Sprawozdanie z działalności Grupy Kapitałowej Kęty S.A. w 2009 roku*, <http://www.grupakety.com/pl/sprawozdania-finansowe-roczne/#2009> [dostęp 21.10.2010].
- Grupa Kęty SA, *Sprawozdanie zarządu z działalności Grupy Kapitałowej w 2005 roku*, <http://www.grupakety.com/pl/sprawozdania-finansowe-roczne/#2005> [dostęp 21.10.2010].
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna, *Roczne Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Grupy Kapitałowej ING Banku Śląskiego S.A. za 2013 rok*, http://www.ingbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki-finansowe#wyniki_finansowe=1 [dostęp 12.02.2015].
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny 2005*, http://www.ingbank.pl/_files/1001073 [dostęp 21.10.2010].
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny 2009*, http://www.ingbank.pl/_files/1001083 [dostęp 21.10.2010].
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny SAB-RS 2001*, http://www.ingbank.pl/_files/1001065 [dostęp 21.10.2010].
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna, *Sprawozdanie roczne 2001*, http://www.ingbank.pl/_files/1001063 [dostęp 21.10.2010].
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna, *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej ING Banku Śląskiego S.A. w 2013 roku*,

- http://www.ingbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki-finansowe#wyniki_finansowe=1 [dostęp 12.02.2015].
- KGHM Polska Miedź SA, *Raport marketingowy 2009*, http://www.kghm.pl/_files/Report/Raport_roczny_za_rok_2009.pdf [dostęp 21.10.2010].
- KGHM Polska Miedź SA, *Raport roczny za rok 2001*, http://www.kghm.pl/_files/Report/raport_roczny_2001.pdf [dostęp 21.10.2010].
- KGHM Polska Miedź SA, *Raport roczny za rok 2005*, http://www.kghm.pl/_files/Report/KGHM-2005.pdf [dostęp 21.10.2010].
- KGHM Polska Miedź SA, *SA-RS2001*, http://www.kghm.pl/_files/Report/raport-roczny-2001-skonsolidowany.zip [dostęp 21.10.2010].
- KGHM Polska Miedź SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, http://www.kghm.pl/_files/Report/raport-roczny-2005-skonsolidowany.zip [dostęp 21.10.2010].
- KGHM Polska Miedź SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2009*, http://www.kghm.pl/_files/Report/raport_skon_2009.pdf [dostęp 21.10.2010].
- KGHM Polska Miedź SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2013*, http://kghm.com/sites/kghm2014/files/document-attachments/raport_g_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- KGHM Polska Miedź SA, *Zintegrowany raport roczny 2013*, <http://kghm.com/pl/inwestorzy/prezentacje/raporty-finansowe> [dostęp 12.02.2015].
- mBank S.A., *List Prezesa Zarządu mBanku S.A. do Akcjonariuszy*, 2014, <http://www.mbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki/> [dostęp 12.02.2015].
- mBank S.A., *List Przewodniczącego Rady Nadzorczej mBanku S.A. do Akcjonariuszy*, 2014, <http://www.mbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki/> [dostęp 12.02.2015].
- mBank S.A., *Ocena Rady Nadzorczej mBanku S.A. na temat sytuacji Banku w 2013 roku z uwzględnieniem oceny systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla Banku*, <http://www.mbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki/> [dostęp 12.02.2015].
- mBank S.A., *Oświadczenie mBanku S.A. o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego w 2013 roku*, <http://www.mbank.pl/pobierz/bank/oswiadczenie-stosowanie-zasad-ladu-korporacyjnego-2013.pdf> [dostęp 12.02.2015].
- mBank S.A., *Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe Grupy mBanku S.A. według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej za 2013 rok*, <http://www.mbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki/> [dostęp 12.02.2015].
- mBank S.A., *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy mBanku S.A. w 2013 roku*, <http://www.mbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki/> [dostęp 12.02.2015].
- Mostostal-Export SA, *Roczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Mostostal-Export S.A. za 12 miesięcy zakończonych 31 grudnia 2013 roku*, http://msxresources.com/wp-content/uploads/2014/03/Skonsolidowane_sprawozdanie_finansowe_za_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Mostostal-Export SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Mostostal-Export SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2009*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Mostostal-Export SA, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Mostostal-Export SA, *Sprawozdanie Komitetów Rady Nadzorczej 2009*, <http://www.mbank.pl/relacje-inwestorskie/wyniki/>

- mostostal-export.com.pl/wp-content/uploads/2010/07/2009_sprawozdania_komitetf3w_rady_nadzorczej.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Mostostal-Export SA, *Sprawozdanie Rady Nadzorczej 2005*, http://www.mostostal-export.com.pl/wp-content/uploads/2009/06/2005_sprawozdanie_rady_nadzorczej.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Mostostal-Export SA, *Sprawozdanie Rady Nadzorczej 2009*, http://www.mostostal-export.com.pl/wp-content/uploads/2010/07/2009_sprawozdanie_rady_nadzorczej.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Mostostal-Export SA, *Sprawozdanie Zarządu z działalności gospodarczej Mostostal-Export S.A.*, http://msxresources.com/wp-content/uploads/2014/03/Sprawozdanie_Zarzadu_z_dzialalnosci_Grupy_za_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Netia SA, *Korekta do raportów rocznych Grupy Netia za 2001 rok*, http://www.netia.pl/files/inwestorzy/raporty_finansowe/2001_raporty_roczne_korekta.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Netia SA, *Raport Zrównoważonego Rozwoju 2013 Netia SA*, http://www.netia.pl/files/inwestorzy/CSR/Raport_Zrownowazonego_Rozwoju_Netia_2013_PL_final.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Netia SA, *Skonsolidowany raport roczny 2013*, http://www.netia.pl/files/inwestorzy/raporty_finansowe/2013/2013_4q/skonsolidowany_raport_roczny.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Netia SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, http://www.netia.pl/files/inwestorzy/raporty_finansowe/rs_2005.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Netia SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2009*, http://www.netia.pl/files/investors/financial_reports/2009_4q/skonsolidowany_raport_roczny.pdf [dostęp 21.10.2010].
- Netia SA, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, http://www.netia.pl/files/inwestorzy/raporty_finansowe/sars2001.pdf
- Netia SA, *Sprawozdanie rady nadzorczej NETIA SA za rok obrotowy 2013*, http://www.netia.pl/files/inwestorzy/lad_korporacyjny/rada_nadzorcza/raport_rn/sb_raport_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Orange Polska S.A., *Raport roczny Orange Polska 2013*, http://www.orange-ir.pl/sites/default/files/!_Raport_7_OK_PL_07_04_Preview.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Orange Polska S.A., *Raport społecznej odpowiedzialności Orange Polska 2013*, <http://www.orange.pl/ocp-http/PL/Binary2/1999161/4094282241.pdf> [dostęp 12.02.2015].
- Orange Polska S.A., *Skonsolidowany raport roczny RS 2013*, http://www.orange-ir.pl/sites/default/files/Orange_Polska_Grupa_za_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Orbis SA, *Pismo Prezesa*, 2014, <http://www.orbis.pl/firma/relacje-inwestorskie/raporty-finansowe> [dostęp 12.02.2015].
- Orbis SA, *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej Orbis za okres roczny od 1 stycznia do 31 grudnia 2013 roku*, <http://www.orbis.pl/firma/relacje-inwestorskie/raporty-finansowe> [dostęp 12.02.2015].
- Orbis SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Orbis SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2009*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Orbis SA, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Orbis SA, *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej Orbis za 2013 rok*, <http://www.orbis.pl/firma/relacje-inwestorskie/raporty-finansowe> [dostęp 12.02.2015].

- PKN Orlen SA, *Raport Odpowiedzialnego Biznesu 2009*, http://www.orklen.pl/PL/OdpowiedzialnyBiznes/Raporty/RaportyCSR/Documents/raport_csr_2009.pdf [dostęp 22.10.2010].
- PKN Orlen SA, *Raport roczny 2005*, http://www.orklen.pl/PL/CentrumPrasowe/Raporty-Roczne/Documents/RR_2005_PL.pdf [dostęp 21.10.2010].
- PKN Orlen SA, *Raport roczny 2009*, http://www.orklen.pl/PL/CentrumPrasowe/RaportyRoczne/Documents/RR_2009_PL.pdf (21.10.2010).
- PKN Orlen SA, *Raport roczny 2013*, http://www.orklen.pl/PL/RelacjeInwestorskie/Raporty-roczne/Documents/Raport_Roczny_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- PKN Orlen SA, *Raport społecznej odpowiedzialności biznesu 2013*, http://www.orklen.pl/PL/OdpowiedzialnyBiznes/Raporty/RaportyCSR/Documents/Raport_spolecznej_odpowiedzialnosci_biznesu_PKN_ORLEN_2013_pl.pdf [dostęp 12.02.2015].
- PKN Orlen SA, *Raport środowiskowy 2013*, http://www.orklen.pl/PL/Odpowiedzialny-Biznes/Raporty/RaportySrodowiskowe/Documents/Raport_srodowiskowy_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- PKN Orlen SA, *Skonsolidowane sprawozdania finansowe za lata zakończone 31 grudnia 2001 i 31 grudnia 2000 przygotowane zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej wraz z opinią audytora*, <http://www.orklen.pl/PL/RelacjeInwestorskie/InformacjeFinansowe/Lists/FinancialReports/R2001S.zip> [dostęp 21.10.2010].
- PKN Orlen SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, <http://www.orklen.pl/PL/RelacjeInwestorskie/InformacjeFinansowe/Lists/FinancialReports/R2005S.zip> [dostęp 21.10.2010].
- PKN Orlen SA, *Skonsolidowany raport roczny RS 2009*, <http://www.orklen.pl/PL/RelacjeInwestorskie/InformacjeFinansowe/Lists/FinancialReports/Skonsolidowany%20Raport%20Roczny%202009%20pl.zip> [dostęp 21.10.2010].
- PKN Orlen SA, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- PKN Orlen SA, *Sprawozdanie Rady Nadzorczej PKN Orlen S.A. za rok 2013*, http://www.orklen.pl/PL/Ofirmie/RadaNadzorcza/Documents/Sprawozdanie_RN_2013.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Telekomunikacja Polska Spółka Akcyjna, *Raport Roczny Grupy TP za 2009 rok*, http://www.orange-ir.pl/sites/default/files/g781_TP_POLISH_PRINT_VERSION.pdf [dostęp 12.02.2015].
- Telekomunikacja Polska Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny SA-RS 2001*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Telekomunikacja Polska Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny RS 2005*, Źródło: ESPI za pośrednictwem Emerging Market Information Service (EMIS).
- Telekomunikacja Polska Spółka Akcyjna, *Skonsolidowany raport roczny RS 2009*, <http://www.tp-ir.pl/~media/Files/T/Telekom-Polska/pdf/financial-reports/2009/Grupa-TP-Skonsolidowany-Raport-Roczny-2009.pdf>? [dostęp 22.10.2010].

Strony internetowe

- <http://database.globalreporting.org> [dostęp 15.12.2014].
- <http://seg.org.pl/pl/node/2128> [dostęp 25.01.2015].
- <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/Section-Page&cid=1176154526495>

http://www.gpw.pl/opis_indeksu_WIG20 [dostęp 27.01.2015].

http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/opis_indeksow/WIG20/WIG20opis.pdf [dostęp 27.01.2015].

http://www.gpw.pl/statystyki_tygodniowe_wig20 [dostęp 27.01.2015].

<http://www.ifrs.org/The+organisation/IA-SCF+and+IASB.htm>

http://www.irip.pl/raport_roczny [dostęp 25.01.2015].

<http://www.sec.gov/rules/other/2007/33-8836.pdf> [dostęp 2.12.2014]

<http://www.wici-global.com/index.php>

<http://xbrl.org/>

<http://xbrl.sec.gov/>

Pozostałe pozycje

AICPA, *EBRC Framework Version 2.1*, http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/EnhancedBusinessReporting/DownloadableDocuments/EBRC_Framework_Version_2_1.doc [dostęp 10.01.2015].

AICPA, *Enhanced Business Reporting Consortium*, <http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/EnhancedBusinessReporting/Pages/EnhancedBusinessReporting.aspx> [dostęp 12.12.2014].

AICPA, *Improving Business Reporting – A Customer Focus (Jenkins Committee Report)*, 1991, <http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/DownloadableDocuments/Jenkins%20Committee%20Report.pdf> [dostęp 10.01.2015].

Bank Światowy, *Market capitalization of listed companies (% of GDP)*, <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> [dostęp 20.11.2014].

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].

Beasley M. S., Branson C. B., Hancock B. V., *Developing Key Risk Indicators to Strengthen Enterprise Risk Management*, COSO, 2010, http://www.coso.org/documents/COSOKRI-PaperFull-FINALforWebPostingDec110_000.pdf [dostęp 25.01.2015].

Bolkestein F., *The EU Action Plan for Corporate Governance – Speech*, Berlin, 24 June 2004, http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-04-331_en.htm?locale=en [dostęp 12.12.2014].

Bray M., *New directions in business. Performance reporting, communications and assurance*, The Institute of Chartered Accountants in Australia, 2002, https://www.charteredaccountants.com.au/~media/Files/Industry%20topics/Reporting/Resources%20and%20toolkits/Reports/New_Directions_In_Business.aspx [dostęp 25.01.2015].

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

CESR, *CESR's supplementary report related to developments of certain third country GAAPs with regard to their equivalence under Transparency Directive and Prospectus Regulation*, December 2010, <http://www.esma.europa.eu/page/IFRS-and-Third-Country-GAAP> [dostęp 2.12.2014].

CESR, *CESR's technical advice on a mechanism for determining the equivalence of the generally accepted accounting principles of third countries*, April 2007.

CESR, *Concept paper on equivalence of certain third country GAAP and on description of certain third countries mechanisms of enforcement of financial information*, February 2005.

- CESR, *Draft technical advice on equivalence of certain third country GAAP and on description of certain third countries mechanisms of enforcement of financial information*, April 2005.
- CESR, *Supplementary report on the programmes of Canada, India and South Korea to converge with or adopt IFRS, on the level of application of Chinese accounting standards by Chinese issuers and on the use of third country GAAPs*, June 2009, http://www.esma.europa.eu/system/files/09_472.pdf [dostęp 29.01.2015].
- CFA, *Comprehensive business reporting model: financial reporting for investors*, 2005, <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n6.4818> [dostęp 25.01.2015].
- CIMA, *Business Transparency in a Post-Enron World*, "CIMA Executive Briefing", August 2002, http://www.cimaglobal.com/cps/rde/xchg/live/root.xml/9532_9540.htm [dostęp 19.11.2014].
- Czerwińska T., Kaźmierski P., *Na styku dwóch światów, czyli jak łączą się dane finansowe i pozafinansowe na polskim rynku kapitałowym*, [w:] *Analiza ESG spółek w Polsce*, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Warszawa 2014.
- Danish Ministry of Science, Technology and Innovation, *Analysing Intellectual Capital Statements*, 2003, http://www.pnbukh.com/files/pdf_filer/Analysing_Intellectual_Capital_Statements.pdf [dostęp 19.12.2014].
- Danish Ministry of Science, Technology and Innovation, *Intellectual Capital Statements – The New Guideline*, February 2003, http://www.weightlesswealth.com/downloads/Intellectual_Capital_Statements_The_New_Guideline.pdf [dostęp 19.12.2014].
- Danish Ministry of Science, Technology and Innovation, *Intellectual Capital Statements in Practice Inspiration and Good Advice*, 2002, <http://en.vtu.dk/files/publications/2002/intellectual-capital-statements-in-practice/html/complete.htm> [dostęp 20.08.2010].
- 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 19.11.2014].
- Deloitte, *Intangible assets*, <http://www.iasplus.com/en/projects/research/long-term/intangible-assets> [dostęp 2.12.2014].
- Deloitte, *MSSF 8. Segmenty Operacyjne. Przewodnik po standardzie*, 2009, <http://www.iasplus.com/en/binary/dtppubs/0906ifrs8polish.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- Department for Business, Innovation and Skills, *The Future of Narrative Reporting – A Consultation*, United Kingdom, 2010, <http://www.bis.gov.uk/Consultations/the-future-of-narrative-reporting-a-consultation> [dostęp 27.01.2015].
- Director's Remuneration, Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury*, 1995, <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- Economist Intelligence Unit, *Doing good. Business and the sustainability challenge*, February 2008, http://graphics.eiu.com/upload/Sustainability_allspendors.pdf [dostęp 2.12.2014].
- Economist Intelligence Unit, *Managing for sustainability*, 2010, http://graphics.eiu.com/upload/eb/Enel_Managing_for_sustainability_WEB.pdf [dostęp 2.12.2014].
- European Centre for Corporate Engagement, *Use of extra-financial information by research analysts and investment managers*, March 2007, http://www.gmiratings.com/noteworthy/ECCE_Survey_March_2007.pdf [dostęp 2.12.2014].

- European Commission, *Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups – Frequently asked questions*, Bruksela, 15.04.2014, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-301_en.htm [dostęp 15.12.2014].
- European Commission, *Formal Mandate To CESR For Technical Advice On Implementing Measures On The Equivalence Between Certain Third Country GAAP And IAS/IFRS*, Bruksela 25.06.2004.
- European Commission, *Improving corporate governance: Europe's largest companies will have to be more transparent about how they operate*, Bruksela 15.04.2014, http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-14-124_en.htm [dostęp 15.12.2014].
- European Commission, *The intangible economy impact and policy issues, Report of the European High Level Expert Group on the Intangible Economy*, October 2000.
- European Commission, *Transparency requirements for listed companies*, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm [dostęp 12.12.2014].
- European Federation of Financial Analysts Societies, *Principles for Effective Communication of Intellectual Capital*, 2008, <http://effas.net/pdf/setter/EFFAS-CIC.pdf> [dostęp 29.01.2015].
- European Federation of Financial Analysts Societies, *Principles for Effective Communication of Intellectual Capital*, 2008, http://effas.net/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=36&Itemid=66 [dostęp 20.08.2010].
- European Financial Reporting Advisory Group, *Elements of the framework debate, the needs of users of financial information. A users survey*, 2009, <http://www.efrag.org/files/News%20related%20documents/PAAinE%20Paper%20-%20The%20Needs%20of%20Users%20of%20Financial%20Information%20-%20May%202009.pdf> [dostęp 27.01.2015].
- Eustace C., *The intangible economy: impact and policy issues, Report of the High Level Expert Group on the Intangible Economy*, EU Commission, 2000.
- Evidence from GMI's Governance Rating*, ECCE Research Note 06-01, Version 2.0, January 2007, www.corporate-engagement.com [dostęp 12.12.2014].
- EY, *2013 six growing trends in corporate sustainability*, 2013, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013/\\$FILE/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013/$FILE/Six_growing_trends_in_corporate_sustainability_2013.pdf) [dostęp 19.12.2014].
- FASB, *Business Reporting Research Project*, http://www.fasb.org/brrp/brrp_main.shtml [dostęp 10.01.2015].
- FASB, *Conceptual Framework – Joint Project of the IASB and FASB*, http://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=FASBContent_C&page-name=FASB%2FFASBContent_C%2FProjectUpdatePage&cid=900000011090 [dostęp 2.12.2014].
- FASB, *Conceptual Framework Project Update, Updated 3.12.2014*, http://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=FASBContent_C&page-name=FASB%2FFASBContent_C%2FProjectUpdatePage&cid=900000011090 [dostęp 12.12.2014].
- FASB, *Convergence with the International Accounting Standards Board (IASB)*, http://www.fasb.org/intl/convergence_iasb.shtml [dostęp 20.11.2014].
- FASB, *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*, 2001, <http://www.fasb.org/brrp/brrp2.shtml> (20.11.2014).

- FASB, *Memorandum of Understanding, Norwalk Agreement*, www.fasb.org/news/memorandum.pdf [dostęp 29.01.2015].
- FASB, *Principles-based Approach to U.S. Standard Setting*, http://www.fasb.org/principles-based_approach_project.shtml [dostęp 2.12.2014].
- Financial Stability Board, *12 Key Standards for Sound Financial Systems*, http://www.financialstabilityboard.org/cos/key_standards.htm [dostęp 12.12.2014].
- Forum Odpowiedzialnego Biznesu, *Sprawozdawczość z zakresu CSR obowiązkowa w Danii*, 20.01.2009, <http://beta.fob.org.pl/pl/praktyka-csr/aktualnosci/sprawozdawczosc-z-zakresu-csr-obowiazkowa-w-danii,2171.html> [dostęp 24.01.2015].
- Foster N., *The FASB and the Capital Markets*, 2003, http://www.fasb.org/articles&reports/Foster_FASBReport.pdf [dostęp 2.12.2014].
- FRC, *True and Fair*, June 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/True-and-Fair-June-2014.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- Gaved M., *Closing the Communications Gap: Disclosure and Institutional Shareholders*, ICAEW 1997, <http://www.icaew.com/~media/Files/Technical/Research-and-academics/publications-and-projects/financial-reporting-publications/closing-the-communications-gap.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- Goyder M., *Sooner, sharper, simpler: A lean vision of an inclusive annual report*, Centre for Tomorrow's Company, London 1998, tomorrowcompany.com/sooner-sharper-simpler [dostęp 25.01.2015].
- Grant Thornton, *Survey of Senior Financial Executives, Fall 2009*, <http://www.grantthornton.com/staticfiles/GTCom/Grant%20Thornton%20Thinking/Surveys/CFO%20survey%20Fall%202009%2012-29-09.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- GRI, *G4 and GRI Taxonomy*, <https://www.globalreporting.org/reporting/reporting-support/xbrl/Pages/default.aspx> [dostęp 19.12.2014].
- GRI, *GRI Sustainability Reporting Statistics Publication year 2010*, <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRI-Reporting-Stats-2010.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- GRI, *The Amsterdam Declaration on Transparency and Reporting*, March 2009, http://www.csrwire.com/press_releases/15371-The-Amsterdam-Declaration-on-Transparency-and-Reporting [dostęp 15.12.2014].
- GRI, UNEP, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, *Carrots And Sticks – Promoting Transparency And Sustainability*, 2010, <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Carrots-And-Sticks-Promoting-Transparency-And-Sustainability.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- IASB, *A Roadmap for Convergence between IFRSs and US GAAP – 2006–2008*, 27 February 2006, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/MoU.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- IASB, *Completing the February 2006 Memorandum of Understanding: A progress report and timetable for completion*, September 2008, http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/Memorandum_of_Understanding_progress_report_and_timetable.pdf [dostęp 2.12.2014].
- IASB, *Convergence between IFRSs and US GAAP*, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Pages/Convergence-with-US-GAAP.aspx> [dostęp 2.12.2014].
- IASB, *FASB and IASB Reaffirm Commitment to Memorandum of Understanding*, A Joint Statement of the FASB and IASB, November 5,

- 2009, http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/JointCommunique_October2009FINAL4.pdf [dostęp 2.12.2014].
- IASB, *Jurisdiction profiles*, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Jurisdiction-profiles.aspx> [dostęp 12.12.2014].
- IASB, *Meeting of the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors 15-16 February 2013 Update by the IASB and FASB*, 2013, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/IASB-FASB-G20-Update-February-2013.pdf> [dostęp 12.12.2014].
- IASB, *Quarterly Progress Report*, 31 March 2010, <http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Global-convergence/Convergence-with-US-GAAP/Documents/April2010progressreport3.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- ICAEW, *Inside out: Reporting on shareholder value*, 1999, <http://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/research%20and%20academics/publications%20and%20projects/financial%20reporting%20publications/inside%20out%20reporting%20on%20shareholde%20value.ashx> [dostęp 25.01.2015].
- ICAEW, *New reporting models for business, Information for Better Markets initiative*, 2003, <http://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/financial%20reporting/information%20for%20better%20markets/ifbm/new%20reporting%20models%20for%20business%202010%20version.ashx> [dostęp 25.01.2015].
- ICAEW, *Reporting business risks: meeting expectations*, 2011, <http://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/financial%20reporting/information%20for%20better%20markets/ifbm/rbr%20final.ashx> [dostęp 25.01.2015].
- ICAEW, *The 21st Century Annual Report*, 1998, <http://www.icaew.com/index.cfm/route/121279> [dostęp 25.01.2015].
- IFAC, *Rebuilding Public Confidence in Financial Reporting: An International Perspective*, 2003, <http://www2.ifac.org/system/files/publications/files/rebuilding-public-confidenc.pdf> [dostęp 29.01.2015].
- IFC, *Getting More Value Out of Sustainability Reporting*, June 2010, <https://www.global-reporting.org/resourcelibrary/Connecting-IFCs-Sustainability-Performance-Standards-GRI-Reporting-Framework.pdf> [dostęp 15.12.2014].
- IFC, *OECD Principles*, http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/Content/OECD_principles [dostęp 12.12.2014].
- IFRS, *IASB and FASB update to G20 Leaders*, 2 June 2010, <http://www.ifrs.org/News/Announcements-and-Speeches/Pages/IASB-and-FASB-update-to-G20-Leaders.aspx> [dostęp 2.12.2014].
- IIRC, *Business and Investors explore the sustainability perspective of Integrated Reporting*, 2013, http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/IIRC-PP-Yearbook-2013_PDF4_PAGES.pdf [dostęp 19.12.2014].
- IIRC, *The «IR» International Framework*, December 2013, <http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> [dostęp 19.12.2014].
- IIRC, *Towards integrated reporting, communicating value in the 21st century*, 2011, http://theiirc.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf [dostęp 19.12.2014].
- International Organization of Securities Commissions IOSCO, *International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers*, September 1998, <http://www.iosco.org/library/>

- pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf [dostęp 20.11.2014].
- International Organization of Securities Commissions IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> [dostęp 20.11.2014].
- International Organization of Securities Commissions IOSCO, *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, October 2002, http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corp-fin/princdisclos.pdf [dostęp 20.11.2014].
- International Organization of Securities Commissions IOSCO, *Transparency and market fragmentation. Report from the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, November 2001, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf> [dostęp 20.11.2014].
- Komisja Europejska, *Final Report from the Expert Group on Intellectual Property Valuation*, Luxembourg 2014, http://ec.europa.eu/research/innovation-union/pdf/Expert_Group_Report_on_Intellectual_Property_Valuation_IP_web_2.pdf [dostęp 19.12.2014].
- Komisja Europejska, *RICARDIS: Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs*, Bruksela 2006, http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/2006-2977_web1.pdf [dostęp 19.12.2014].
- Komisja Europejska, *Sprawozdanie Komisji dla Rady, Parlamentu Europejskiego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów: Funkcjonowanie dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym*, 27.05.2010, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243_pl.pdf [dostęp 12.12.2014].
- KPMG, *Automating Business Reporting*, 2011, <http://www.kpmg.com/AU/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Better-Business-Reporting/Documents/automating-business-reporting.pdf> [dostęp 28.01.2015].
- KPMG, *Better Business Reporting: Enhancing Financial Reporting*, 2011, <http://www.kpmg.com/AU/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Better-Business-Reporting/Documents/Better-Business-Reporting-Enhancing-Financial-Reporting-v2.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- KPMG, *International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2011*, 2011, <https://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/corporate-responsibility2011.pdf> [dostęp 27.01.2015].
- KPMG, *The Journey to Better Business Reporting Moving beyond financial reporting to improve investment decision making*, 2011, <http://www.kpmg.com/AU/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Better-Business-Reporting/Documents/The-Journey-to-Better-Business-Reporting-06-2010-v2.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- KPMG, *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013*, 2013, <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/corporate-responsibility/Documents/corporate-responsibility-reporting-survey-2013.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- Kryteria oceny, http://raportyspoleczne.pl/kryteria_oceny [dostęp 25.01.2015].
- Leadbetter C., *New measures for the new economy*, 1999, www.oecd.org/dataoecd/16/24/1947910.pdf [dostęp 2.12.2014].
- Levitt A., *Renewing the Covenant With Investors*, SEC 2000, <http://www.sec.gov/news/speech/spch370.htm> [dostęp 15.11.2014].

- Levitt A., *The "Numbers Game"*, SEC 1998, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt> [dostęp 15.11.2014].
- Lord & Benoit, LLC, *The Lord & Benoit Report: Do the Benefits of 404 Exceed the Cost?*, 2006, <http://www.section404.org/pdf/Lord%20&%20Benoit%20Report%20Do%20the%20Benefits%20of%20404%20Exceed%20the%20Cost.pdf> [dostęp 12.12.2014].
- Ministerstwo Finansów, *Procedura przyjmowania międzynarodowych standardów rachunkowości w UE*, 20.09.2012, http://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/rachunkowosc/miedzynarodowe-standardy-rachunkowosci/-/asset_publisher/ho6Q/content/procedura-przyjmowania-miedzynarodowych-standardow-rachunkowosci-w-ue?redirect=http%3A%2F%2Fwww.mf.gov.pl%2Fministerstwo-finansow%2Fdzialalnosc%2Frachunkowosc%2Fmiedzynarodowe-standardy-rachunkowosci%3Fp_p_id%3D101_INSTANCE_ho6Q%26p_p_lifecycle%3D0%26p_p_state%3Dnormal%26p_p_mode%3Dview%26p_p_col_id%3Dcolumn-2%26p_p_col_count%3D1#p_p_id_101_INSTANCE_ho6Q [dostęp 2.12.2014].
- Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF> [dostęp 12.12.2014].
- OECD, *Measuring and Reporting Intellectual Capital*, Amsterdam, 9–11 June 1999, http://www.oecd.org/document/1/0,3343,en_2649_34173_1932737_1_1_1_1,00.html [dostęp 19.12.2014].
- ONZ, *About the SSE*, <http://www.sseinitiative.org/about/> [dostęp 19.12.2014].
- ONZ, *Addressing Information Gaps in Business and Macro-Economic Accounts to Better Explain Economic Performance*, 2008, <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/workshops/2008/newyork/IG02.PDF> [dostęp 10.01.2015].
- ONZ, *Guidance On Good Practices In Corporate Governance Disclosure*, 2006, http://www.unctad.org/en/docs/iteteb20063_en.pdf [dostęp 12.12.2014].
- ONZ, *UN Global Compact, Rainforest Alliance: Measuring Business Success from Sustainability Certification*, 2007, https://www.globalcompact.de/sites/default/files/jahr/publikation/un_rainforest_alliance.pdf [dostęp 2.12.2014].
- Polski Komitet Normalizacyjny, *ISO 26000 społeczna odpowiedzialność*, http://www.pkn.pl/sites/default/files/discovering_iso_26000.pdf [dostęp 15.12.2014].
- Press Release, Formation of the International Integrated Reporting Committee (IIRC)*, <http://www.theiirc.org/2010/08/02/formation-of-the-international-integrated-reporting-committee-iirc/> [dostęp 19.12.2014].
- PricewaterhouseCoopers, *11 Reporting Tips*, 2011, https://www.pwc.se/sv_SE/se/bolagsstyrning/assets/11-reporting-tips.pdf [dostęp 27.01.2015].
- PricewaterhouseCoopers, *A snapshot of FTSE 350 reporting*, 2009, <http://pwc.blogs.com/files/a-snapshot-of-ftse-350-reporting.pdf> [dostęp 27.01.2015].
- PricewaterhouseCoopers, *Corporate reporting, Is it what investment professionals expect?*, 2007, http://www.pwc.no/no_NO/no/ifrs/publikasjoner/corporate-reporting-is-it-what-investment-professionals-expect.pdf [dostęp 25.01.2015].
- PricewaterhouseCoopers, *Corporate Reporting: The Competitive Landscape*, 2007, http://pwc.blogs.com/corporatereporting/files/corporate_reporting_the_competitive_landscape.pdf [dostęp 25.01.2015].

- PricewaterhouseCoopers, *Guide to forward-looking information*, 2007, <http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporate-reporting/assets/pdfs/uk-fl-info-guide.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- PricewaterhouseCoopers, *Industry frameworks*, <http://www.corporatereporting.com/industry-frameworks.html> [dostęp 20.08.2010].
- PricewaterhouseCoopers, *The EU Transparency Directive*, July 2007, http://www.pwc.com/en_GX/gx/ifrs-reporting/pdf/transparency.pdf [dostęp 12.12.2014].
- Radley Yeldar, *The value of extra-financial disclosure. What investors and analysts said*, 2012, <http://www.accountingforsustainability.org/wp-content/uploads/2012/07/What-investors-and-analysts-said-The-value-of-extra-financial-disclosure.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- Reilly D., *Checks on Internal Controls Pays Off*, May 2006, http://www.section404.org/pdf/09_wall_street_journal.pdf [dostęp 12.12.2014].
- SEC, *21st Century Disclosure Initiative*, <http://www.sec.gov/spotlight/disclosureinitiative/plan.shtml> [dostęp 12.12.2014].
- SEC, *Acceptance from foreign private issuers of financial statements prepared in accordance with International Financial Reporting Standards without reconciliation to U.S. GAAP*, Release Nos. 33-8879; 34-57026, <http://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8879.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- SEC, *Final report of the advisory committee on improvements to financial reporting to the United States Securities and Exchange Commission*, 2008, <http://www.sec.gov/about/offices/oca/acifr/acifr-finalreport.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- SEC, *Important Information About EDGAR*, <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm> [dostęp 12.12.2014].
- SEC, *Interactive Data to Improve Financial Reporting*, <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9002.pdf> [dostęp 12.12.2014].
- SEC, *Release 33-8817*, 27 June 2007, <http://www.sec.gov/rules/other/2007/33-8817.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- SEC, *Release 33-8896*, 14 February 2008, <http://www.sec.gov/rules/other/2008/33-8896.pdf> (2.12.2014).
- SEC, *Release 33-8918*, <http://www.sec.gov/rules/other/2008/33-8918.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- SEC, *Roadmap for the potential use of financial statements prepared in accordance with international financial reporting standards by U.S. issuers*, 2008, <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/33-8982.pdf> [dostęp 12.12.2014].
- SEC, *Speech by SEC Chairman: Remarks at IOSCO Technical Committee Conference*, October 8, 2009, <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch100809mls.htm> [dostęp 29.01.2015].
- SEC, *Strategic Plan Fiscal Years 2014–2018*, 2014, <http://www.sec.gov/about/sec-strategic-plan-2014-2018-draft.pdf> [dostęp 12.12.2014].
- SEC, *Toward Greater Transparency: Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, January 2009, <http://www.sec.gov/spotlight/disclosureinitiative/report.pdf> [dostęp 12.12.2014].
- SEC, *Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers, A Comparison of U.S. GAAP and IFRS*, 16.11.2011, <http://sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards/ifrs-work-plan-paper-111611-gaap.pdf> [dostęp 2.12.2014].
- SEC, *Work Plan for the Consideration of Incorporating International Financial Reporting*

- Standards into the Financial Reporting System for U.S. Issuers*, 13.07.2012, <http://www.sec.gov/spotlight/globalaccounting-standards/ifrs-work-plan-final-report.pdf> [dostęp 12.12.2014].
- SEG, *Regulamin Konkursu Złota Strona Emitenta*, <http://www.zse.seg.org.pl/regulamin> [dostęp 25.01.2015].
- SGS, *Indeks BI-NGO*, http://www.doradztwocsr.pl/pdf/ULOTKA_BI-NGO_2014.pdf [dostęp 25.01.2015].
- Society for Knowledge Economics, *About Us*, <http://www.ske.org.au/aboutus.php> [dostęp 19.12.2014].
- Standard & Poor's, *Disclosure Practices of the Companies Composing the Bovespa Index in Brazil – Reaping the Benefits of Exchange-Based Regulation*, 2009, <http://www.standardandpoors.ru/gamma/4/trans/BrazilCorporateTDEng-2009.pdf> [dostęp 20.08.2011].
- Standard & Poor's, *S&P 500 Price to Book Value*, <http://www.multpl.com/s-p-500-price-to-book> [dostęp 2.12.2014].
- Standard & Poor's, *S&P ESG India Index, Index Methodology*, 2010, Standard & Poor's, *S&P ESG India Index, Index Methodology*, 2011, <http://us.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-esg-india-index.pdf> [dostęp 27.01.2015].
- Standard & Poor's, *S&P/Egx Esg Index, Index Methodology*, 2010, http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DMethodology_SP_EGX_ESG_Index_Web.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243665618414&blobheadervalue3=UTF-8 [dostęp 20.08.2011].
- Summary of ValueReporting*, http://www.valuebasedmanagement.net/methods_valuereporting.html [dostęp 25.01.2015].
- Sveiby K. E., *Methods for Measuring Intangible Assets*, January 2001, updated 27 April 2010, <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm> [dostęp 19.12.2014].
- Sveiby K. E., *The Intangible Assets Monitor*, 15 May 1996, updated 20 December 1997, <http://www.sveiby.com/articles/IntangAss/CompanyMonitor.html> [dostęp 19.12.2014].
- The Business Times, Corporate Governance & Financial Reporting Centre, *Governance & Transparency Index*, http://bschool.nus.edu.sg/Portals/0/images/CGFRC/GTIMethodology_website.pdf [dostęp 27.01.2015].
- The Institute of Directors in Southern Africa, *King Report on Governance for South Africa*, 2009, http://www.library.up.ac.za/law/docs/King_Code_2009.pdf [dostęp 20.12.2014].
- The Institute of Internal Auditors Research Foundation, *Sarbanes-Oxley Section 404 Work: Looking at the Benefits*, 2005, http://www.theiia.org/bookstore/media/pdf/2009.dl_ExecSumm.pdf [dostęp 12.12.2014].
- The South African Institute of Chartered Accountants (SAICA), *An integrated report is a new requirement for listed companies*, January 2011, <https://www.saica.co.za/taxbid/695/itemid/2344/language/en-ZA/An-integrated-report-is-a-new-requirement-for-list.aspx> [dostęp 28.01.2015].
- Thorleifsdottir A., Claessen E., *Putting Intellectual Capital into Practice: Nordic harmonized knowledge indicators*, Nordic Innovation Centre, 2006, http://www.nordicinnovation.org/Global/_Publications/Reports/2007/Putting%20Intellectual%20Capital%20into%20Practice-%20Nordic%20harmonized%20knowledge%20indicators.pdf [dostęp 19.12.2014].

- Tilley C., *Capitalism in a Post Enron World*, July 2002, http://www.mi2g.com/cgi/mi2g/reports/speeches/capitalism_in_a_post_enron_world.pdf [dostęp 30.11.2014].
- Tomorrow's Company, *Tomorrow's Business Success: Using Integrated Reporting to help create value and effectively tell the full story*, London 2014, http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2014/10/Tomorrows-Business-Success_Integrated-Reporting-L-Oct-2014.pdf [dostęp 19.12.2014].
- United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, *Corporate Governance in the Wake of the Financial Crisis*, 2010, <http://www.unctad-docs.org/files/CG-in-Wake-of-Fin-Crisis-Full-Report.pdf> [dostęp 25.01.2015].
- United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, *Guidance on corporate responsibility indicators in annual reports*, 2008, http://www.unctad.org/en/docs/iteb20076_en.pdf [dostęp 15.12.2014].
- United States General Accounting Office, *Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges*, October 2002, <http://www.gao.gov/new.items/d03138.pdf> [dostęp 15.11.2014].
- WBCSD, *Measuring the impact beyond the bottom line. Why measuring impacts on society makes sense*, 2008, <http://www.wbcSD.org/pages/edocument/edocumentdetails.aspx?id=206> [dostęp 2.12.2014].
- WFE, *WFE Launches Sustainability Working Group*, 25.03.2014, <http://www.world-exchanges.org/insight/reports/wfe-launches-sustainability-working-group> [dostęp 19.12.2014].
- WICI, *WICI Concept Paper*, 2011, http://www.wici-global.com/wp-content/uploads/2012/06/wici_concept_jan_2011.pdf [dostęp 19.12.2014].
- Workshops on the disclosure of environmental, social and governance information*, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/reporting-disclosure/swedish-presidency/files/summaries/1-enterprises_en.pdf [dostęp 15.12.2014].

Spis tabel

Tabela 1. Podsumowanie wyników badań nad przejrzystością spółek	72
Tabela 2. Stan konwergencji przepisów rachunkowości wybranych krajów ze standardami MSSF	90
Tabela 3. Zalety i wady obowiązkowego i dobrowolnego raportowania społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju	105
Tabela 4. Wybrane regulacje prawne zawierające zapisy dotyczące ujawniania informacji w kwestiach społecznych i środowiskowych	107
Tabela 5. Wybrane inicjatywy krajowe formułujące zalecenia dotyczące raportowania informacji z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju	112
Tabela 6. Wybrane inicjatywy zawierające zapisy dotyczące raportowania kwestii środowiskowych i społecznych oraz zrównoważonego rozwoju	115
Tabela 7. Zestawienie metod pomiaru kapitału intelektualnego	119
Tabela 8. Wybrane inicjatywy związane z raportowaniem zasobów niematerialnych	121
Tabela 9. Wybrane badania, gdzie zastosowano liczenie jednostek tekstu	198
Tabela 10. Wybrane badania ujawnień, w których wykorzystano indeks ujawnień	203
Tabela 11. Lista badanych spółek	212
Tabela 12. Charakterystyka raportów spółek za lata 2001, 2005, 2009, 2013	217
Tabela 13. Raporty pozafinansowe za 2013 rok	232
Tabela 14. Poziom indeksu ujawnień badanych spółek	235
Tabela 15. Dynamika zmian poziomu indeksu ujawnień	235
Tabela 16. Statystyki opisowe indeksu ujawnień badanych spółek	237
Tabela 17. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2001	239
Tabela 18. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2005	240
Tabela 19. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2009	241
Tabela 20. Dezagregacja indeksu ujawnień dla roku 2013	242
Tabela 21. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2001	244
Tabela 22. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2005	245
Tabela 23. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2009	246
Tabela 24. Wartości indeksu w poszczególnych obszarach jako procent maksymalnej liczby punktów w danym obszarze za rok 2013	247
Tabela 25. Średnie liczby punktów w poszczególnych obszarach indeksu	248
Tabela 26. Wzrost/spadek/brak zmian liczby punktów w poszczególnych obszarach indeksu ujawnień pomiędzy badanymi okresami	250

Tabela 27. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2001 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze	252
Tabela 28. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2005 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze	253
Tabela 29. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2009 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze	254
Tabela 30. Ocena obszarów indeksu ujawnień za 2013 rok jako odsetek maksymalnej liczby punktów w obszarze	255
Tabela 31. Zestawienie istotnych punktów pracy	277

Spis wykresów

Wykres 1. Wykres ramka-wąsy dla rozkładu wartości indeksu ujawnień w latach 2001, 2005, 2009, 2013	238
Wykres 2. Przeciętny poziom indeksu ujawnień w poszczególnych latach	267
Wykres 3. Przeciętna wartość oceny w poszczególnych obszarach (I-X) indeksu do maksymalnej liczby punktów w obszarze za wszystkie badane lata oraz za 2013 rok	268
Wykres 4. Przeciętny poziom ujawnień (średnia/max) w pierwszych pięciu obszarach indeksu ujawnień w czterech badanych latach	269
Wykres 5. Przeciętny poziom ujawnień (średnia/max) w obszarach VI-X indeksu ujawnień w czterech badanych latach	269

Spis schematów

Schemat 1. Konsekwencje różnych poziomów przejrzystości spółki	12
Schemat 2. Metody badania ujawnień w raportach przedsiębiorstw	193

Załącznik. Konstrukcja indeksu do badania zawartości raportu rocznego

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
I-X	470		
I	115		Informacje ze sprawozdania finansowego
I		Opis polityki rachunkowości	
		Aktywa, pasywa – definicje, klasyfikacje, wycena	Oceniano informacje na temat ujmowania aktywów i zobowiązań oraz kapitałów własnych. Sprawdzano, czy przygotowujący sprawozdanie odniósł się do wszystkich pozycji wykazanych w bilansie, czy też niektóre pozycje zostały pominięte. Zwracano uwagę, czy zawarto definicje pozycji, na sposób ich ujmowania, wyceny oraz dodatkowe objaśnienia czy przykłady mogące pomóc odbiorcy zrozumieć decyzje dotyczące kształtu polityki rachunkowości. Sprawdzano, czy spółka starała się unikać używania języka specjalistycznego oraz nie powiełać dostownie zapisów regulacji prawnych.
I	10		
		Zasady ujmowania przychodów kosztów	Podobnie, jak w przypadku pozycji bilansu, oceniane były informacje na temat polityki rachunkowości dotyczącej pozycji przychodów i kosztów. Sprawdzano, czy wszystkie pozycje przychodów i kosztów występujące w rachunku zysków i strat zostały objaśnione (definicje, ujmowanie).
I	5		

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
I	5	Definicje, metody wyceny (wartość godziwa, koszt zamortyzowany itp.), klasyfikacja aktywów i zobowiązań finansowych, instrumenty pochodne, rachunkowość zabezpieczeń	Brano pod uwagę przede wszystkim wykaz rodzajów aktywów i zobowiązań finansowych (w tym instrumentów pochodnych i rachunkowości zabezpieczeń) występujących w sprawozdaniu wraz z wyjaśnieniem sposobu ich ujmowania początkowego, wyceny na dzień bilansowy oraz usuwania z ksiąg rachunkowych. Ważny był język opisu omawianych pozycji, gdyż obecnie stanowią one jedne z bardziej skomplikowanych w swej konstrukcji pozycji bilansu.
I	5	Zasady, polityka zarządzania ryzykiem finansowym	Oceniano, czy w sprawozdaniu finansowym zawarto informacje na temat polityki zarządzania ryzykiem finansowym.
I	5	Umowy leasingu, polityka, wycena	Oceniano opis zasad ujmowania umów leasingu finansowego i operacyjnego, kryteria ich rozróżnienia. Opis mógł dotyczyć zarówno spółki jako leasingodawcy, jak i leasingobiorcy.
I		Informacja dodatkowa, wprowadzenie do sprawozdania, noty do sprawozdania finansowego	
I	5	Podstawy sporządzenia sprawozdania finansowego, zmiany w przepisach dotyczących przygotowania sprawozdania	Oceniano wskazanie podstaw prawnych sporządzenia sprawozdania finansowego. W przypadku sprawozdań skonsolidowanych znaczenie ma wskazanie i objaśnienie metod konsolidacji. Istotne są także informacje na temat zmian w przepisach rachunkowości i innych przepisach oraz decyzje spółki co do zmiany polityki rachunkowości, które miały bądź mogły mieć wpływ na pozycje sprawozdania.

Szczegóły		
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł
I	5	Wskazanie założeń, modeli przyjętych przy danych szacunkowych
		Oceniane było wyjaśnienie źródeł wartości występujących w sprawozdaniu finansowym, których podstawą są szacunki i profesjonalny osąd. W szczególności mowa tu o takich pozycjach jak amortyzacja, rezerwy, utrata wartości, odpisy aktualizujące należności, ustalanie wartości godziwej aktywów i zobowiązań (w tym instrumentów finansowych). Sprawdzano, czy spółka informuje o niepewności szacunków i jej stopniu, możliwych błędach szacunku.
I	10	Szczegóły na temat aktywów i zobowiązań (dezagregacja)
		Oceniano objaśnienia do pozycji bilansu, w tym poziom ich dezagregacji. Oceniano wszelkie objaśnienia pozycji aktywów i pasywów, których poszukiwano w notach do sprawozdania.
I	5	Wartości rynkowe, godziwe aktywów i zobowiązań
		Oceniano informacje na temat wartości godziwej lub rynkowej pozycji bilansu. Szczególnie istotne jest wskazanie wartości godziwej, rynkowej tych aktywów lub zobowiązań, które są wykazane w innych wartościach (historycznych) w bilansie.
I	5	Szczegóły na temat instrumentów finansowych
		Oceniano zakres i poziom szczegółowości (dezagregacji) informacji na temat instrumentów finansowych, w tym instrumentów pochodnych.
I	5	Należności i zobowiązania według terminów wymagalności, waluty
		Kryterium oceny stanowiła przede wszystkim ilość i szczegółowość informacji. Sprawdzano, do ilu rodzajów należności i zobowiązań prezentowano strukturę terminową. Ważna była liczba przedziałów czasowych, w których wykazywano należności i zobowiązania. Sprawdzano, czy spółka ujawnia strukturę walutową należności i zobowiązań.
I	5	Pozycje pozabilansowe, zobowiązania warunkowe
		Oceniany był wykaz pozycji (między innymi gwarancje, poręczenia, akredytywy, leasing), ich źródła oraz wyjaśnienie potencjalnego wpływu na sprawozdanie w przyszłości.

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	Szczegóły
I	10	Szczegóły na temat przychodów i kosztów (dezagregacja)	Podobnie jak w przypadku aktywów i pasywów, istotny był poziom dezagregacji pozycji rachunku zysków i strat. Oceniano wszelkie objaśnienia do pozycji rachunku zysków i strat.
I	5	Rachunek przepływów pieniężnych	Oceniane były informacje, które objaśniały ten element sprawozdania. Istotny był poziom dezagregacji pozycji rachunku przepływów pieniężnych oraz wyjaśnienia poszczególnych pozycji. Sprawdzano, czy spółka zaprezentowała też rachunek przepływów pieniężnych sporządzony metodą bezpośrednią.
I	5	Objaśnienie pozycji „pozostałe” w elementach sprawozdania	Pozycje „pozostałe” oraz „inne” występują zwykle w sprawozdaniach z uwagi na trudności w jednoznacznym określeniu ich charakteru. Oceniano, czy w ogóle pozycje takie są objaśnione oraz na ile szczegółowe były te objaśnienia. Szczególnie istotny był opis pozycji o znacznych wartościach (w stosunku do ogółu).
I	5	Wskazanie pozycji nietypowych, jednorazowych – objaśnienie	Chodzi tu o wskazanie pozycji sprawozdania finansowego, których wartość jest zależna od zdarzeń, transakcji jednorazowych, nietypowych, które nie występują regularnie. W szczególności mogą to być zmiany zasad rachunkowości dokonane przez spółkę oraz jednorazowe operacje (sprzedaż, kupno aktywów, odpisy aktualizujące).

Szczegóły		
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł
I		Informacje dotyczące segmentów operacyjnych
I	5	Opis podziału na segmenty, ich charakterystyka (branżowe, geograficzne)
I	5	Aktywa i zobowiązania segmentów
I	5	Przychody od klientów zewnętrznych i innych segmentów, koszty, wyniki, przepływy pieniężne segmentów
I	5	Informacje dodatkowe (operacyjne, wskaźniki)

Oceniano wyjaśnienie na temat wydzielenia segmentów operacyjnych (branżowych, geograficznych), jak są zdefiniowane oraz jak wygląda sposób alokacji pozycji sprawozdania finansowego do segmentów.

Oceniano szczegółowość informacji na temat pozycji sprawozdania, takich jak aktywa i zobowiązania segmentów.

Oceniano ujawnienia na temat przychodów i kosztów, wyników, przepływów pieniężnych. Pozycje te powinny być ujawniane w podziale na zewnętrzne – dotyczące podmiotów spoza grupy kapitałowej i wewnętrzne – dotyczące transakcji pomiędzy segmentami.

Sprawdzano, czy spółka publikuje poza pozycjami sprawozdania finansowego także dodatkowe informacje (w tym pozafinansowe) dotyczące segmentów operacyjnych (przykładowo produkcja, sprzedaż, rentowność, wskaźniki).

Szczegóły		Tytuł	Liczba punktów	Nr obszaru
Informacje o spółce, o rynku i jej otoczeniu				
II	Informacje ogólne o spółce	Ocenie podlegaty ogólne informacje na temat spółki, jej produktów, historii, ważniejszych osiągnięć, stanowiące wprowadzenie do dalszej analizy, w szczególności: opis produktów i usług spółki, historia spółki wraz z podkreśleniem kluczowych wydarzeń, najwiękшие sukcesy, główne inwestycje spółki oraz zawarte znaczące umowy.	40	
II	Rynek	W ramach tej pozycji istotne były objaśnienia dotyczące rynku, na jakim działa spółka. Punkty przyznawano za opis rynku, określenie pozycji spółki na rynku poprzez wskazanie udziału w rynku spółki dla poszczególnych linii biznesowych czy produktów. Istotne także było wskazanie wszelkich trendów rynkowych wynikających z czynników makroekonomicznych, kulturowych, technologicznych.	5	
II	Konkurencja	W ramach tej pozycji punkty przyznawano przede wszystkim za wskazanie głównych konkurentów, ich silnych i słabych stron, porównania udziałów rynkowych spółki z udziałami konkurencji. Ponadto zwracano uwagę na określenie natężenia konkurencji oraz czynników przewagi konkurencyjnej w sektorze.	5	
II	Otoczenie prawne, regulacyjne, czynniki polityczne	Istotne były informacje dotyczące wszelkich przepisów regulujących czy mających wpływ na działalność spółki. Szczególnie ważne są informacje o proponowanych, projektowanych regulacjach, które w przyszłości mogą zmieniä warunki działania spółki. Przykładowo mogą to być przepisy dotyczące ochrony środowiska, podatkowe, pracownicze, wspierające działalność gospodarczą. Ocenie podlegaty też informacje na temat procesów zachodzących w gospodarce i sektorze, jak przykładowo deregulacja, liberalizacja, prywatyzacja, nacjonalizacja. Oceniano ujawnienia na temat potencjalnych skutków działań politycznych (ograniczenia importu, wywłaszczanie, cła).	5	

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
II	5		Zwracano uwagę na informacje na temat otoczenia makroekonomicznego spółki. Wskazane są wszelkie objaśnienia dotyczące sytuacji ogólnogospodarczej, tempa rozwoju gospodarczego, cen, kursów walutowych, rynku kapitałowego, pieniężnego, wymiany handlowej z zagranicą, rynku pracy. Wskazana jest prezentacja trendów występujących w otoczeniu makroekonomicznym za okres przynajmniej dwuletni.
II	5	Technologia	Punkty w ramach tej pozycji przyznawano za informacje dotyczące aspektów związanych z ukazaniem roli technologii w branży, w jakiej funkcjonuje spółka. Spółka może tutaj przedstawić istotne trendy, które szczególnie w przyszłości kształtować mogą warunki działania spółki (rola innowacji).
II	5	Dostawcy	Oceniano objaśnienia dotyczące źródeł zaopatrzenia, bazy surowcowej. Ponadto spółka może wskazać swoich głównych dostawców wraz z określeniem ich znaczenia dla przetrwania i rozwoju spółki (na przykład uzależnienie od jednego, kilku dostawców).
II	5	Klienci	W ramach tej pozycji oceniano informacje na temat liczby i struktury klientów, opisu głównych klientów oraz ich znaczenia dla sytuacji spółki (na przykład duży odbiorca). Ważne są też informacje na temat zachowania klientów na danym rynku, ich zmieniających się potrzeb oraz wpływu na ich zachowanie procesów zachodzących w społeczeństwie (na przykład kulturowych, ekonomicznych, demograficznych)

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	Informacje na temat strategii, komentarz zarządu
III	45		
III	5	Wskazanie misji, długoterminowej wizji	Oceniane były informacje objaśniające rolę spółki w otoczeniu oraz wizję zarządu co do przyszłości spółki na rynku.
III	5	Opis strategii spółki	W tym miejscu oczekiwano informacji na temat długoterminowych celów spółki. Spółka powinna opisać, w jaki sposób strategia była dotychczas realizowana i wskazać, ile zamierzonych celów lub w jakim procencie zostało już zrealizowanych.
III	5	Środki i cele operacyjne – środki, dzięki którym realizowane są cele strategiczne	Spółka powinna wskazać, jakimi sposobami, działaniami, narzędziami realizuje i zamierza osiągać cele strategiczne. Powinny zostać przedstawione mierniki celów (finansowe lub niefinansowe).
III	5	Wskazanie szans i zagrożeń wynikających z analizy otoczenia	Oceniano, czy i jak spółka identyfikuje i wskazuje wyraźnie szanse i zagrożenia oraz perspektywy swojego rozwoju.
III	5	Komentarz na temat trendów w otoczeniu, które mają wpływ na działalność spółki, wpływ trendów na sytuację spółki obecnie i przyszłą	Oceniano, czy w raporcie ujawniane są czynniki, trendy wpływające na działalność spółki w bieżącym okresie, jak i w przyszłości (bez wskazania, czy jest to szansa czy zagrożenie).
III	5	Wskazanie silnych i słabych stron spółki	Oceniano, czy spółka ujawnia w raporcie wyraźnie wskazane swoje silne i słabe strony (które razem ze wskazaniem szans i zagrożeń mogą stanowić podstawę analizy SWOT).

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
III	5	Wskazanie kluczowych czynników sukcesu przedsiębiorstwa	Oceniano, czy i jak spółka identyfikuje i ujawnia główne czynniki, od których zależy sukces spółki. Będzie to zwykle kilka pozycji o największym znaczeniu, na przykład: rentowność, pozycja na rynku, wizerunek, technologia.
III	5	Opis czynników i zdarzeń (w szczególności nietypowych), które miały w ciągu raportowanego roku największy wpływ na działalność i wyniki finansowe (danego roku i/lub przyszłych okresów)	Spółka powinna wskazać wszelkie istotne czynniki, zdarzenia wpływające na jej działalność. W szczególności mogą być to: podpisane kontrakty, zamówienia, transakcje fuzji i przejęć, zmiany w strukturze grupy kapitałowej, wszelkie nietypowe zdarzenia o charakterze jednorazowym.
III	5	Powiązanie strategii z wynikami i ryzykiem	Zarząd spółki powinien opisać, w jaki sposób realizowana strategia wpływa na wyniki i ryzyko spółki i odwrotnie, tak aby odbiorca raportu mógł ocenić spójność działań i decyzji zarządu.
IV	25	Informacje prospektywne	
IV	5	Zamierzenia, prognozy i plany finansowe na okres 1 roku, okresy dłuższe (wyniki, przychody, koszty, wskaźniki finansowe)	Oceniano informacje, komentarze zarządu, dotyczące planowanych przyszłych decyzji odnośnie do wartości i wyników finansowych spółki, takich jak: zyski, przychody, koszty. Oceniano zarówno informacje opisowe, jak i (bardziej istotne) informacje liczbowe.

			Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł		
IV	5	Prognozy, plany dotyczące wielkości operacyjnych (sprzedaż, produkcja, liczba klientów)	Oceniano informacje, komentarze zarządu, dotyczące przyszłych działań lub wyników operacyjnych, jak przykładowo: sprzedaż ilościowa, zatrudnienie, liczba klientów, otwieranie nowych oddziałów.	
IV	5	Założenia, stopień niepewności prognoz, scenariusze	W przypadku planów czy prognoz wyrażonych liczbowo oceniano, czy towarzyszą im jakiegokolwiek informacje pozwalające lepiej zrozumieć odbiorcy raportu, w jaki sposób one powstały (źródła, sposób kalkulacji). Ponadto oceniano, czy ujawniono również stopień niepewności, możliwe błędy szacunku, przedziały, w których znajdują się wartości planowane, prognozowane czy też kilka możliwych scenariuszy kształtowania się wartości w przyszłości.	
IV	5	Plany inwestycyjne	Oceniano informacje na temat planowanych inwestycji na najbliższy rok i lata późniejsze. Zwracano uwagę na podanie kwot oraz stopień szczegółowości opisu planów.	
IV	5	Ocena przyszłej sytuacji finansowej spółki	Sprawdzano, czy i jak zarząd ocenia przyszłą sytuację finansową spółki (rentowność, wypłacalność, płynność).	

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
V	60		Ład, nadzór korporacyjny
V	5	Wskazanie kodeksu lub dobrych praktyk, którymi spółka się posługuje, wyjaśnienie ewentualnych odstępstw od ich stosowania, wskazanie kodeksu, którym mogła się posługiwać.	Sprawdzano, jak zarząd ujawnia w raporcie informacje na temat wytycznych, kodeksów czy dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego (krajowych lub międzynarodowych). Jednocześnie powinna znaleźć się informacja na temat, jaki jest zakres stosowania, a w przypadku niestosowania żądnych lub niektórych zapisów należy wskazać tego przyczyny.
V	5	Wskazanie osób zarządzających	Oceniano opis osób zarządzających. Sprawdzano, czy i w jakim stopniu informacje wykraczają poza wskazanie imion i nazwisk. Należy wskazać wszelkie informacje mogące pomóc poznać odbiorcy raportu zarząd spółki. Przykładowo mogą to być informacje na temat życiorysu, odbytych szkoleń, zakresu odpowiedzialności, warunków umowy prezesa zarządu, zmian w składzie zarządu wraz z przyczynami.
V	5	Sposób wyboru i odwoływania kierownictwa i rady nadzorczej spółki	Oceniano, w jaki sposób spółka ujawnia procedurę wyboru zarządu i rady nadzorczej spółki (przykładowo kadencja, kryteria, liczba członków).
V	5	Skład rady nadzorczej	Podobnie jak w przypadku zarządu oceniano, czy spółka prezentuje informacje na temat osób zasiadających w radzie nadzorczej spółki i czy wykracza poza wskazanie ich z imienia i nazwiska. Może przedstawić także życiorysy, odbyte szkolenia, zakres odpowiedzialności, okres zatrudnienia.

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
V	5	Polityka dywidendy – opis	Oceniano, czy i jak spółka informuje o zasadach odnośnie do podziału zysku i wypłacania dywidendy akcjonariuszom zarówno w roku bieżącym, jak i w następnych.
V	5	Wykaz komitetów w radzie nadzorczej	Oceniano, czy i jak spółka informuje o składzie i funkcjach komitetów wydziałowych w ramach rady nadzorczej. Ponadto może także wskazać działania komitetów w ostatnim roku (liczba posiedzeń, ich wyniki, sprawozdanie lub odsyłać do sprawozdania z działalności komitetów).
V	5	Wynagrodzenie osób zarządzających i członków rady nadzorczej za ostatni rok, dwa lata	Oceniano, w jaki sposób spółka prezentuje informacje na temat wynagrodzenia członków organów zarządzających i nadzorujących. Sprawdzano, czy wskazano wszystkie osoby z imienia i nazwiska, czy wynagrodzenia zostały podzielone na podstawowe i dodatkowe w postaci nagród i premii, w jakiej formie wypłacano wynagrodzenia (gotówka, akcje, obligacje zamienne, opcje), czy prezentowane są informacje za okresy poprzednie. Należy także wskazać w przypadku premii i nagród, od czego one zależą i jak są ustalane ich wysokości (uzależnienie od wyników, wskaźników).
V	5	Udziały zarządu i członków rady w spółce i podmiotach powiązanych	Oceniano, czy i jak spółka informuje o udziałach i akcjach członków zarządu w spółce oraz powiązanych z nią spółkach zależnych, stowarzyszonych (najlepiej ze wskazaniem z imienia, nazwiska oraz procentem głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy podmiotu).
V	5	Powiązania członków zarządu, rady z głównymi udziałowcami, podmiotami powiązanymi (rodzinne, biznesowe)	Oceniano, czy spółka prezentuje informacje na temat wszelkiego rodzaju powiązań członków organów zarządzających i nadzorujących z podmiotami powiązanymi. Mogą to być zarówno powiązania biznesowe, jak zasiadanie w radach nadzorczych spółek zależnych, stowarzyszonych, jak i powiązania rodzinne.

Szczegóły		
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł
V	5	Transakcje spółki z podmiotami powiązanymi (rynkowe, nierynkowe)
		Oceniano, czy spółka prezentuje informacje na temat transakcji z podmiotami w grupie kapitałowej (zakup, sprzedaż, pożyczki i gwarancje) i czy są to transakcje na warunkach rynkowych. Ponadto sprawdzano, czy ujawnione są informacje na temat transakcji z członkami zarządu i rady nadzorczej spółki.
V	5	Ocena pracy rady nadzorczej
		Oceniano, czy spółka przedstawia informacje na temat sposobu, w jaki jest oceniania praca rady nadzorczej. Może to być zarówno sprawozdanie z działalności rady nadzorczej zawierające jej samoocenę, jak i ocena dokonana przez podmiot zewnętrzny.
V	5	Dodatkowe informacje
		Tej pozycji podlegały wszelkie dodatkowe informacje dotyczące nadzoru korporacyjnego, które nie podlegają pod wyżej wymienione. Mogły należeć się tu między innymi informacje na temat: <ul style="list-style-type: none"> • sposobu działania walnego zgromadzenia akcjonariuszy, • problemu traktowania akcjonariuszy mniejszościowych, • osoby kontaktowej w kwestii relacji inwestorskich, • polityki zgłaszania nieprawidłowości (<i>whistleblowing policy</i>) – chodzi tu między innymi o zapewnienie, że pracownik spółki może zgłosić zaobserwowaną nieprawidłowość wewnątrz spółki (naruszenie prawa, regulaminu) i nie będzie z tego powodu ponosił konsekwencji.

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	Struktura grupy kapitałowej, struktura właścicielska, akcje
VI	25		
VI	5	Struktura grupy kapitałowej (formalna, funkcjonalna)	Oceniano informacje prezentujące grupę kapitałową, jej strukturę, zarówno formalną, jak i funkcjonalną (pełnione funkcje podmiotów w grupie kapitałowej), niezależnie od tego, czy spółka raportująca jest podmiotem dominującym prezentującym sprawozdanie skonsolidowane. Oprócz spółek skonsolidowanych spółka może także przedstawić informacje o podmiotach niepodlegających konsolidacji, ale istotnych dla grupy.
VI	5	Struktura akcjonariatu	Oceniano informacje na temat struktury własnościowej spółki. Spółka powinna wskazać udziałowców z co najmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (nazwa, udział w kapitale, procent głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy). Sprawdzano, czy spółka w jakikolwiek sposób stara się przybliżyć akcjonariuszy odbiorcy raportu (na przykład podając opis inwestora, kraj pochodzenia, osoba fizyczna, prawna). Istotne jest również ukazanie sytuacji, w której głosy na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy podmiot wykonuje poprzez inny podmiot (akcjonariat pośredni).
VI	5	Akcje spółki	Oceniano informacje na temat ilości, wartości nominalnej, rodzaju akcji (zwycię, uprzywilejowane, własne, imienne, na okaziciela, nieme, zastrzeżone), opłacenia gotówką, aportem. Spółka powinna też wskazać, ile z wyemitowanych akcji pozostaje w wolnym obrocie (<i>free float</i>).
VI	5	Prawa głosu wynikające z akcji, uprzywilejowanie, ograniczenia zbywania	Oceniano, jak spółka informuje o wszelkich ograniczeniach w zbywaniu i przenoszeniu praw z akcji oraz uprzywilejowaniu (co do głosu, dywidendy, kapitału).

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
VI	5	Kurs akcji	Oceniano, czy i jak spółka informuje o kursie akcji spółki w ostatnim roku (lub za okres dłuższy), jego wartościach skrajnych (minimum, maksimum), porównaniu z indeksami giełdowymi (w tym sektorowymi). Ponadto oceniano, czy spółka dodatkowo komentuje kształtowanie się kursu akcji w ostatnim roku.
VII	35		Informacje na temat ryzyka
VII	5	Wskazanie i opis kluczowych rodzajów ryzyka finansowego i niefinansowego	Oceniano, jak spółka w raporcie identyfikuje i definiuje najistotniejsze rodzaje ryzyka finansowego i niefinansowego, na które jest narażona.
VII	5	Skala zagrożenia ryzykiem	Oceniano, czy i jak spółka ukazuje skalę narażenia na ryzyko i które pozycje sprawozdania finansowego lub wyniki, wartości pozafinansowe są na nie narażone.
VII	5	Sposób pomiaru, szacowania ryzyka	Oceniano, czy i jak szczegółowo spółka wskazuje na sposoby pomiaru ryzyka, czy oprócz wskazania miernika, modelu, objaśniona jest też jego konstrukcja.
VII	5	Systemy i organizacja zarządzania ryzykiem (np. COSO)	Oceniano, jak spółka opisuje system zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej i czy stosuje w tym obszarze wytyczne, dobre praktyki (na przykład COSO Framework).
VII	5	Ocena skuteczności systemów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej	Oceniano opis dotyczący sposobu, w jaki monitorowana jest skuteczność systemów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej (zarówno wewnątrz organizacji, jak i przez podmioty zewnętrzne).

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
VII	5		Oświadczenie zarządu o właściwej efektywności systemów wewnętrznej kontroli i systemów zarządzania ryzykiem
VII	5	Wpływ ryzyka na wyniki, wrażliwość wyników na zmiany w czynnikach ryzyka	Sprawdzano, w jaki sposób spółka ocenia wpływ zidentyfikowanych rodzajów ryzyka na wyniki spółki (zysk, przychody, koszty, przepływy). Może także wyjaśnić, jakie byłyby wyniki, gdyby historyczne wartości będące źródłem ryzyka ukształtowały się w inny sposób.
VIII	55		Wyniki i tworzenie wartości
VIII	10	Omówienie zmian, trendów w przychodach, kosztach, wynikach finansowych, aktywach, zobowiązaniach	Oceniano, jak spółka komentuje kształtowanie się pozycji sprawozdania finansowego (przychody, koszty, zyski, aktywa, pasywa), czy wyjaśnia przyczyny ich zmian. Przykładowo można wskazać, czy przychody uległy zmianie na skutek zmian w cenie, wolumenie, kursach walutowych, wskutek przejęć czy sprzedaży części spółki. Sprawdzano, czy opis dotyczy wielu lat czy tylko dwu ostatnich, czy poszczególne wartości są odniesione do wartości u konkurencji, liderów, średnich w sektorze, wzorcowych.
VIII	5	Analiza finansowa	Oceniano, czy i jak spółka publikuje analizę finansową oraz wskaźniki rynku kapitałowego, czy wskaźniki te są porównane w czasie, z konkurencją, sektorem, wzorcem. Sprawdzano także, czy analiza wykracza poza dwa ostatnie lata.

Szczegóły			
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
VIII	5	Wielkość, informacje operacyjne	Oceniano, jak spółka informuje o wielkościach dotyczących działalności operacyjnej (przykładowo produkcja, sprzedaż ilościowa, zatrudnienie), czy wskazuje na specyficzne dla danej działalności wartości. Sprawdzano także, czy prezentowane są wyniki za więcej niż ostatni rok oraz czy spółka porównuje je w czasie, z wynikami sektora, spółek konkurencyjnych.
VIII	5	Wskazanie kluczowych mierników efektywności (KPI)	Oceniano, czy publikowane są informacje na temat kluczowych mierników efektywności (<i>key performance indicators</i>), które służą jako mierniki celów organizacji (na przykład zadowolenie klienta mierzone liczbą zgłaszanych reklamacji). Sprawdzano, czy w raporcie wyraźnie wskazano takie mierniki (finansowe i niefinansowe), jak je zdefiniowano, czy porównano je w czasie lub z wartościami dla konkurencji i sektora. Mierniki, które potencjalnie mogłyby zostać obrane jako kluczowe mierniki efektywności, mogą się pojawić w raporcie przykładowo pod postacią wskaźników finansowych. Punkty przyznawano tylko wtedy, jeśli spółka wyraźni wskazuje, iż określone mierniki są istotne z punktu widzenia realizacji celów organizacji (na przykład poprzez odniesienie do strategii).
VIII	5	Analiza wrażliwości wyników finansowych i wielkości operacyjnych	Oceniano, czy i jak spółka publikuje informacje na temat wrażliwości wyników finansowych i operacyjnych na różne parametry (zmiana popytu, ceny, dochodów klientów, zmiennych makroekonomicznych).
VIII	5	Prezentacja realizacji planów i prognoz z poprzednich okresów	Oceniano, czy spółka publikuje informacje na temat wykonania planów i prognoz (dotyczących wielkości finansowych i operacyjnych) powstających w okresach poprzednich i czy jednocześnie prezentuje wyjaśnienie przyczyn odchylenia rzeczywistych wartości od planowanych.

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
VIII	5		Opis kluczowych źródeł wartości spółki (<i>key value drivers</i>) – procesy, zasoby, relacje
VIII	5	Ujawnianie danych śródrocznych	Oceniano, czy i jak spółka publikuje informacje na temat kluczowych czynników tworzących wartość przedsiębiorstwa, tak aby odbiorca raportu wiedział, czy i jak zarząd identyfikuje główne źródła wartości spółki. Mogą to być zarówno czynniki materialne, jak i niematerialne (B+R, satysfakcja klientów, pracownicy, relacje z dostawcami, wiedza, innowacje, marki).
VIII	5	Ocena zadłużenia, wypłacalności, zdolności kredytowej, analiza długu netto spółki	Oceniano, czy spółka wykracza poza prezentację danych rocznych i prezentuje także dane miesięczne czy kwartalne (dotyczące wyników, przychodów, kosztów). Oceniano informacje na temat zadłużenia spółki, zaciągniętych zobowiązań, przyznanych i zmianach w ratingach, analizie długu netto spółki, zdolności kredytowej czy wypłacalności spółki.
VIII	5	Inne informacje (WACC, <i>cash added value</i> , dystrybucja <i>free cash flow</i> , kapitał pracujący)	Oceniano dodatkowe informacje związane z wynikami ekonomicznymi spółki, a które nie dadzą podporządkować się pozostałym kategoriom. Przykładowo spółka może ujawnić średni ważony koszt kapitału, informacje na temat wolnych przepływów pieniężnych i ich rozdzysponowania (właściciele, dłużnicy), informacje na temat kapitału pracującego.

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	Interesariusze, relacje z otoczeniem (także jeśli w oddzielnym raporcie)
IX	45		
IX	5	Wskazanie posiadania, realizowania formalnej polityki społecznej odpowiedzialności biznesu/zrównoważonego rozwoju (w tym polityki raportowania)	Oceniano, czy spółka w raporcie rocznym ujawnia informacje na temat posiadania formalnej polityki społecznej odpowiedzialności biznesu lub zrównoważonego rozwoju. Sprawdzano, czy wskazana jest osoba, jednostka za to odpowiedzialna, okres sprawozdawczy, częstotliwość raportowania. Ponadto zwracano uwagę, czy spółka ujawnia powiązanie pomiędzy omawianą polityką a strategią podmiotu lub polityką nadzoru korporacyjnego.
IX	5	Czy działania w omawianym obszarze podlegają kontroli wewnętrznej?	Oceniano, czy spółka publikuje informacje na temat kontroli wewnętrznej realizowania działań w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu lub zrównoważonego rozwoju.
IX	5	Wytyczne, ocena zewnętrzna	Oceniano, czy spółka publikuje informacje na temat przygotowania raportu według wytycznych, kodeksów, zgodnie z dobrymi praktykami oraz czy raport jest poddany ocenie zewnętrznej.
IX	5	Informacje na temat najważniejszych osiągnięć i niepowodzeń	Oceniano, czy spółka ujawnia informacje na temat wybranych najważniejszych pozytywnych i negatywnych wydarzeń związanych ze społeczną odpowiedzialnością biznesu lub zrównoważonym rozwojem.
IX	5	Identyfikacja kluczowych interesariuszy i ich potrzeb (jak je ustalono – ankieta, spotkania, arbitralnie)	Oceniano, czy i jak spółka publikuje informacje wskazujące kluczowych interesariuszy oraz ich potrzeby, czy wskazanie to odbywa się poprzez decyzję spółki, czy wynika również z kontaktu z interesariuszami.

		Szczegóły	
Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	
IX	5	Dialog z interesariuszami	Oceniano, czy i jak spółka odnosi się do problemu dialogu z interesariuszami. Sprawdzano, czy w raporcie są informacje na temat uwzględniania informacji zwrotnej od interesariuszy, odpowiadania na wnioski, zarzuty, pytania interesariuszy.
IX	5	Informacje na temat działania spółki w obszarze środowiska naturalnego	Oceniano, jak spółka opisuje działania w obszarze środowiska naturalnego. Chodzi tu o wywierany wpływ na środowisko (zużycie surowców, energii, wody, emisja ścieków, gazów cieplarnianych), wszelkie działania mające na celu redukcję negatywnych skutków tego wpływu (programy oszczędzania energii, inwestycje w ekologiczne technologie, inwestycje w ochronę środowiska), osiągnięcia, niepowodzenia, ryzyka związane z wywieranym wpływem na środowisko.
IX	5	Informacje na temat działania spółki w obszarze społecznym	Oceniano, jak spółka opisuje działania w obszarze społecznym. Sprawdzano, czy spółka odnosi się do kwestii dotyczących pracowników, klientów, dostawców, społeczności lokalnej. Wśród poruszanych problemów mogą pojawić się: <ul style="list-style-type: none"> w przypadku pracowników – informacje na temat polityki zatrudnienia, zapewnienia równouprawnienia kobiet i mężczyzn, szkoleń pracowników, zapewnienia bezpieczeństwa i higieny pracy, wypadków przy pracy, nieprzestrzegania przepisów, kar, działań mogących tworzyć zagrożenie dla swobody zrzeszania się, relacji ze związkami zawodowymi, przypadków dyskryminacji,

Nr obszaru	Liczba punktów	Tytuł	Szczegóły
IX			<ul style="list-style-type: none"> • w przypadku klientów – działania w zakresie odpowiedzialności za produkt, wpływ produktów na zdrowie i bezpieczeństwo klienta, programy zapewnienia jakości produktów, niezgodności z regulacjami, dowolnymi kodeksami w zakresie wpływu produktów na zdrowie i bezpieczeństwo klienta, oznakowania produktów, standardów i dobrowolnych kodeksów dotyczących reklamy, promocji i sponsoringu, wyniki badań pomiaru satysfakcji klienta, • w przypadku dostawców, partnerów biznesowych – polityka współpracy z dostawcami, podmiotami w łańcuchu dostaw, pomiar satysfakcji dostawców, • w przypadku społeczności lokalnej, społeczeństwa – respektowanie praw człowieka, liczba umów z klauzulami dotyczącymi praw człowieka, weryfikacja dostawców, podwykonawców pod kątem przestrzegania praw człowieka, przypadki dyskryminacji, działania niosące ryzyko wykorzystywania pracy dzieci, pracy przymusowej, działania na rzecz społeczności lokalnej, liczba podjętych wobec spółki działań związanych z naruszaniem zasad wolnej konkurencji, praktyk monopolistycznych.
IX	5	Wskaźniki w obszarze środowiskowym i społecznym w celu monitorowania wyników, porównanie wyników w czasie	Oceniano, czy i jak spółka ujawnia mierniki pozwalające określać stopień realizacji działań w ramach społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju oraz czy wartości te porównywane są w czasie.

Szczegóły		Tytuł	Liczba punktów	Nr obszaru
Czytelność raportu				
X	Postugiwanie się językiem pozbawionym żargonu, języka technicznego, niewyjaśnionych skrótów	Oceniano, czy spółka postuguje się językiem pozbawionym żargonu technicznego, niewyjaśnionych słów zapożyczonych z języka obcego czy niewyjaśnionych skrótów.	25	X
X	Zamieszczenie wyjaśnienia, słownika pojęć użytych w raporcie	Zamieszczenie wyjaśnienia, słownika pojęć użytych w raporcie	5	X
X	Jasna i logiczna prezentacja informacji	Oceniano, czy informacja w raporcie prezentowana jest w sposób logiczny i jasny poprzez przykładowo: zachowanie spójności formatowania, wyróżnianie istotnych kwestii (pogrubienie, wypunktowanie), podsumowania na początku działu, rozdziału raportu. Ponadto niezwykle ważne było zamieszczenie łatwo dostępnego spisu treści lub indeksu.	5	X
X	Wykresy, schematy, rysunki, tabele	Sprawdzano, czy spółka starała się przekazać informacje wykorzystując elementy graficzne w postaci schematów, map, wykresów i tabel.	5	X
X	Ułatwienia w nawigacji po raporcie (kolory, zakładki, linki)	Sprawdzano, czy spółka w jakikolwiek sposób starała się ułatwić odbiorcy raportu nawigację po nim. W przypadku dokumentów odczytywanych w formie elektronicznej mogą to być odsyłacze (hipertąca) pozwalające na wygodny dostęp do dowolnej pozycji spisu czy indeksu bez konieczności przewijania dokumentu. Jeśli chodzi o dokumenty papierowe, można zastosować różne kolory krawędzi stron, zakładki.	5	X