**Wskaźniki finansowe i niefinansowe w raportach strategicznych spółek z Wielkiej Brytanii - użyteczność z perspektywy inwestorów odpowiedzialnych społecznie**

**1. Wprowadzenie**

Według J. Hollanda (1998) jednym z większych wyzwań sprawozdawczości przedsiębiorstw jest przedstawienie całościowego obrazu jednostki inwestorom, w taki sposób, by była możliwa jej wszechstronna ocena. Prezentacji wszechstronnego obrazu jednostki, jej strategii i modelu biznesu dla spółek notowanych na Giełdzie Londyńskiej (LSE) ma służyć raport strategiczny. Do oceny efektywności spółek i ich oddziaływania na środowisko i społeczeństwo mogą inwestorzy instytucjonalni stosujący strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego mogą wykorzystywać mierniki dokonań zawarte w raportach strategicznych.

Celem artykułu jest przeanalizowanie w jakim stopniu mierniki dokonań, prezentowane w raportach strategicznych spółek wchodzących w skład indeksu FTSE Techmark, są użyteczne jako źródło informacji dla inwestorów stosujących strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego.

Artykuł składa się z następujących części. W punkcie drugim zostały przeanalizowane pojęcia użyteczności informacji dla inwestorów oraz zastosowania wskaźników finansowych i niefinansowych. Punkt trzeci jest poświęcony strategiom inwestowania społecznie odpowiedzialnego oraz stopniowi ich rozpowszechnienia w Wielkiej Brytanii. W punkcie czwartym zostały zaprezentowane wymagania stawiane raportowi strategicznemu przedstawiona metodyka badania i sposób doboru próby badawczej. Punkt piąty obejmuje metodykę badania, sposób doboru próby badawczej oraz prezentację i analizę wyników badania empirycznego. W zakończeniu zostały przedstawione wnioski i wskazówki odnośnie kierunków dalszych badań.

**2. Użyteczność mierników finansowych i niefinansowych dla inwestorów**

Użyteczność informacji jest pojęciem uzależnionym od kontekstu. Czynnikami wpływającymi na użyteczność informacji są odbiorca, nadawca, zakres i forma komunikatu, sytuacja, w której przekazywana jest informacja oraz kanał przekazywania informacji.

Zagadnieniem użyteczności informacji zajmują się między innymi dziedziny wiedzy takie jak ekonomia, rachunkowość, finanse, zarządzanie, marketing, a także matematyka i informatyka.

W przypadku analizowanym w artykule nadawcą informacji jest spółka giełdowa, odbiorcą inwestor stosujący jedną ze strategii inwestowania społecznie odpowiedzialnego, zaś komunikatem część raportu rocznego określana raportem strategicznym.

Użyteczność informacji zawartych w raportach rocznych może być rozpatrywana na gruncie różnych teorii. Na przykład, na gruncie teorii racjonalnych oczekiwań, ze względu na wysoką efektywność rynku kapitałowego, rynek jest doskonałym narzędziem odkrywania racjonalnej ceny przy danym zbiorze informacji. Zdaniem K. Klimczaka (2014, s. 28-30) teoria racjonalnych oczekiwań posiada efekt uboczny polegający na tym, że pozyskiwanie informacji jest nieopłacalne, ponieważ posiadanie prywatnej informacji nie przynosi korzyści w dłuższym okresie. Podkreśla on również, że podejście teorii racjonalnych oczekiwań jest sprzeczne z teorią decyzji, która zakłada, że pozyskanie dodatkowych informacji pozwala na ograniczenie niepewności i podjęcie lepszej decyzji (Citanna i Villanacci, 2000).

Rachunkowość jako nauka i jako działalność praktyczna zidentyfikowała szereg cech wpływających na użyteczność informacji dla inwestorów. Porównanie tych cech zgodnie z zaleceniami Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (RMSR, ang. *International Accounting Standards Board*) i Komitetu Raportowania Finansowego (KRF, ang. *Financial Reportig Committee*) zostało przedstawione w tabeli 1.

Tabela 1. Cechy jakościowe informacji wpływające na ich użyteczność dla inwestorów

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Zalecenie RMSR według założeń koncepcyjnych MSSF** | **Zalecenia KRF według wytycznych dla raportu strategicznego** |
| Nadrzędne cechy jakościowe | Przydatność (*Relevance*)\*  Istotność (*Materiality*)  Wierna reprezentacja (*Faithful representation*) | Istotność (*Materiality*) |
| Wzbogacające cechy jakościowe | Porównywalność (*Comparability)*  Sprawdzalność (*Verifiability)*  Terminowość (*Timeliness)*  Zrozumiałość *Understandabiliity* | Rzetelność (*Fair*),  Zrównoważenie (*Balanced*),  Zrozumiałość (*Understandable*)  Kompleksowość i jednocześnie zwięzłość  (*Comprehensive but concise*)  Orientacja na przyszłość (*Forward looking*)  Dostosowanie do jednostki (*Entity specific)*  Objaśnienie połączenia informacji (*Explain linkages*) |

\* W nawiasach podane zostały

Opracowanie własne na podstawie: FRC (2014), RMSR (2011)

Jedną z najważniejszych cech jakościowych informacji zawartych w raporcie rocznym jest według KRF i RMSR ***istotność*** (ang. *materiality*). Jest ona uzależniony od rodzaju i siły wpływu danego czynnika na rzeczywisty lub potencjalny wynik jednostki. Stwierdzenie istotności informacji wymaga profesjonalnego osądu relatywnej siły oddziaływania czynnika (lub zdarzenia) na rozwój jednostki, jej wyniki lub perspektywy jednostki. Czynniki niefinansowe mogą mieć większy wpływ w przypadku raportu strategicznego niż w przypadku sprawozdań finansowych. Ze względu na cechę ważności w raporcie strategicznym nie powinny być ujmowane wszystkie mierniki stosowane w danej jednostce, ani wszystkie ryzyka które potencjalnie mogą na nią wpłynąć. Zasada istotności nie może przy tym być wykorzystywana do pominięcia informacji wymaganych przez prawo lub kodeks ładu korporacyjnego, w tym informacji o strategii, modelu biznesu i o strukturze pracowników według płci.

Dodatkowo w przypadku inwestorów instytucjonalnych do cech wskazanych w wyżej wymienionych dokumentach należy szczególną uwagę zwrócić na porównywalność informacji, czas i koszt pozyskania informacji oraz możliwość wykorzystania informacji zgodnie ze strategią i politykami inwestycyjnymi danego inwestora. Z tej przyczyny inwestorzy posługują się często informacjami wtórnymi (z serwisów informacyjnych) oraz informacjami zagregowanymi w postaci mierników dokonań.

Mierniki dokonań pozwalają na liczbowe przedstawienie procesów i zjawisk zachodzących w przedsiębiorstwie, ułatwiają ich prezentację i analizę. Mierniki stanowią klasyczne narzędzia, analityków finansowych pracujących na rzecz inwestorów instytucjonalnych oraz specjalistów rachunkowości zarządczej (controllerów), ponieważ dzięki nim możliwe jest dostarczanie zagregowanych i łatwych do oceny informacji dla menedżerów i inwestorów.

Najczęściej stosowanym w literaturze przedmiotu i w praktyce podziałem mierników dokonań jest rozróżnienie na mierniki finansowe i niefinansowe. Zastosowanie mierników finansowych, czyli takich wyrażonych w jednostkach pieniężnych lub w procentach (powstałych przez podzielenie dwóch wartości wyrażonych pieniężnych) posiada zalety, takie jak zachęcanie menedżerów do poszukiwania nowych sposobów realizacji istniejących procesów w celu poprawy wyników finansowych i zwiększenie bogactwa akcjonariuszy. Do wad mierników należy bardzo mocna orientacja na wynikach krótkookresowych i redukcja analizy funkcjonowania przedsiębiorstwa do aspektów finansowych.

Mierniki niefinansowe to takie, które są wyrażone w jednostkach naturalnych np. sztukach, tonach lub zostały opracowane na podstawie opinii (np. wskaźnik satysfakcji klientów). Wykorzystanie mierników niefinansowych pozwala przezwyciężać część słabości mierników finansowych. Ich zastosowanie umożliwia pełniejsze odwzorowanie modelu biznesu przedsiębiorstwa i włączenie do analizy czynników mających wpływ na sukces przedsiębiorstwa dopiero w dłuższym okresie. Nie są one jednak pozbawione wad. Do ich najważniejszych ograniczeń należą: wyższe koszty zbierania danych, większa subiektywność i wynikająca z niej mniejsza wiarygodność i klarowność .

Inną klasyfikacją mierników, zaproponowaną przez R. Kaplana i D. Nortona (2011), jest podział na mierniki wynikowe i mierniki wyprzedzające (przyszłego sukcesu). Te pierwsze charakteryzują sytuację przedsiębiorstwa w danym momencie. Należy do nich między innymi większość wskaźników finansowych, takich jak: wartość przepływów pieniężnych, wartość przedsiębiorstwa, kurs akcji, wartość dla akcjonariuszy (ang. *shareholder value*), ale również niefinansowe, takie jak: czas dostawy, jakość, wartość użytkowa produktu, cena. Wartość mierników wyprzedzających ma wpływ na sytuację przedsiębiorstwa w przyszłości. Wśród wskaźników przyszłego sukcesu R.S. Kaplan i D.P. Norton wyróżnili: zadowolenie i lojalność klientów, wskaźnik szybkości pozyskiwania nowych klientów, czas gotowości personelu, czas trwania cyklu produkcyjnego, wskaźnik odchyleń od standardów jakości, poprawa umiejętności personelu, liczba zgłaszanych innowacji.

Wykorzystanie mierników finansowych i niefinansowych upowszechnia się również w sprawozdaniach finansowych (i szerzej w raportach rocznych) . Zgodne jest to z twierdzeniem I. Sobańskiej (2003) o wzajemnym przenikaniu się informacji finansowych i zarządczych w sprawozdaniu finansowym (raporcie rocznym), co skutkuje rozszerzeniem jego zakresu przedmiotowego.

Z punktu widzenia inwestorów stosujących strategie odpowiedzialne społecznie wskazane jest uwzględnienie wskaźników niefinansowych i wyprzedzających, które pozwalają na zastosowanie strategii przedstawionych w kolejnym punkcie artykułu.

**3. Strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego**

Inwestowanie społeczne dopowiedziane (ang. *Socially Responsible Investing*) powinno uwzględniać oprócz czynników ekonomicznych również kryteria społeczne, etyczne, religijne i ekologiczne (Dziawgo 2010, s. 16). Inwestowanie takie ma długą historię. Już na początku XX wieku w Wielkiej Brytanii Kościół metodystów założył fundusz inwestycyjny, którego polityka zabraniała inwestowania w określone branże uznawane za grzeszne – powiązane z handlem bronią, alkoholem, przemysłem tytoniowym (Czerwonka, s. 18).

Tradycyjnie wyróżnia się dwa typy inwestowania społecznie odpowiedzialnego – selekcję negatywną i selekcję pozytywną (Pogodzińska-Mizdrak 2010, s. 178). Selekcja negatywna polega na rezygnacji z inwestowania w papiery wartościowe przedsiębiorstw mających niekorzystne oddziaływanie na społeczeństwo. Selekcja pozytywna oznacza inwestowanie w spółki wyróżniające się działaniami korzystnie oddziałującymi na społeczeństwo.

Eurosif[[1]](#footnote-1) wyróżnia aż siedem strategii inwestowania odpowiedzialnego społecznie: inwestycje zorientowane tematycznie na zrównoważony rozwój, selekcja najlepszych w danej kategorii, selekcja na podstawie norm, negatywna selekcja, integracja czynników ESG, zaangażowanie i inwestowanie z pozytywnym wpływem (inwestowanie społeczne).

***Strategia inwestycji zorientowanych tematycznie na zrównoważony rozwój*** (ang. *sustainability themed investment*) polega na inwestowaniu w fundusze inwestycyjne skoncentrowane na realizacji celów zrównoważonego rozwoju, na przykład ukierunkowanych na zwiększenie wykorzystania energii słonecznej.

***Selekcja najlepszych w danej kategorii*** (ang. *best in class investment selection*) jest strategią pozytywnej selekcji i oznacza inwestowanie w spółki o najlepszych wynikach pod względem kryteriów ESG (z każdego sektora gospodarki).

***Strategia selekcji na podstawie norm*** (ang. „*norm based screening*”) polega na wyłączaniu z portfela inwestycyjnego spółek nie spełniających międzynarodowych standardów związanych z obszarami zarządzania środowiskowego, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego. Najczęściej są uwzględnianie normy ONZ, UNICEF i OECD, na przykład dotyczące zakazu produkcji, a zatem inwestowania w przedsiębiorstwa produkujące miny przeciwpiechotne i amunicję kasetową.

***Negatywna selekcja*** (ang. *Exclusion of holdings from investment universe*) jest najstarszą strategią inwestowania społecznie odpowiedzialnego i polega na eliminacji z portfela inwestycyjnego spółek, których działalność jest niekorzystna pod względem etycznym lub społecznym. Eliminacja dotyczy najczęściej przedsiębiorstw z branż zbrojeniowej, hazardowej, pornograficznej, alkoholowej, tytoniowej, a także podmiotów wspierających zbrodnicze reżimy, wytwarzających produkty testowane na zwierzętach.

***Strategia integracji czynników ESG*** (ang. *Integration of ESG factors in financial analysis*) oznacza rozszerzenie tradycyjnej analizy portfelowej o analizę spółek pod kątem ryzyka związanego z czynnikami ESG. Integracja tych czynników może być korzystne zarówno dla inwestorów jak i dla społeczeństwa (Shiller 2013). Najczęściej stosowana w takich krajach jak Francja, Wielka Brytania i Holandia.

***Strategia zaangażowania*** (ang. *Engagement and voting on sustainability matters*) polega na posiadaniu akcji określonych przedsiębiorstw i aktywne wykorzystanie praw akcjonariuszy do oddziaływania na przedsiębiorstwa. Oddziaływanie takie ma charakter wieloletni i sprowadza się do wymuszania bardziej szczegółowych ujawnień o kwestiach społecznych, ekologicznych i środowiskowych oraz na zwiększeniu uwagi zarządów przedsiębiorstw na te sprawy.

***Inwestowanie z pozytywnym wpływem*** jest strategią polegająca na lokowaniu środków w spółki, organizacje i fundusze, które oprócz zwrotu z inwestycji mają wygenerować pozytywny wpływ na środowisko lub społeczeństwo. Obejmuje mikrofinansowanie, czyli udostępnianie usług finansowych dla ubogich społeczności, inwestowanie w społeczności. Strategia inwestowania z pozytywnym wpływem (ang. *impact investment*) jest najnowszą spośród strategii wyodrębnionych przez Eurosif. Strategia ta nazywana również inwestycjami społecznymi (ang*. social investments*) oznacza inwestowanie w projekty zwiększające dobrobyt społeczny. Wśród projektów takich można wyróżnić dwie podstawowe grupy: inwestycje w społeczną integrację i inwestycje w zrównoważony rozwój. Inwestycje w integrację społeczną obejmują najczęściej inwestycje w tanie powszechnie dostępne mieszkania, usługi ochrony zdrowia, usługi edukacyjne oraz mikrofinansowanie. Inwestycje w zrównoważony rozwój najczęściej realizowane są w krajach rozwijających się, w obszarach takich jak zapewnienie odnawialnej energii, wody, żywności (w tym zrównoważone rolnictwo).

Wielka Brytania, jest jednym z największych rynków odpowiedzialnego inwestowania w Europie. Wyniki badań Plantingi i Duurena (2015) wskazują również, że więcej niż połowa zarządzających funduszami inwestycyjnymi w Wielkiej Brytanii (w badanych przez nie grupie) wierzy, że istnieje pozytywny związek między stopami zwrotu i zastosowaniem strategii inwestowania społecznie odpowiedzialnego.

Według danych Eurosif za 2013 r. kwota inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Wielkiej wyniosła 2,893 mld funtów i wzrosła z 1,118 mld funtów w roku 2011. Struktura inwestycji odpowiedzialnych społecznie była została przedstawiona na rysunku 1.

\* Wartość inwestowania z pozytywnym wpływem jest prawdopodobnie znacznie zaniżona. Raport Eurosif nie uwzględnia inwestycji ze środków publicznych i z organizacji filantropijnych. Środki te stanowią główne źródła finansowania inwestycji z pozytywnym wpływem.

Rysunek 1. Struktura inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Wielkiej Brytanii w 2013 r. w mln funtów

Źródło: opracowanie własne na Raport European SRI Study, Eurosif 2014. s. 22 i 65

Wykres struktury inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Wielkiej Brytanii wskazuje, że największy udział mają strategie zaangażowania (49,55% zainwestowanych środków), integracji ESG (34,23% zainwestowanych środków), negatywnej selekcji (13,63% zainwestowanych środków), selekcji na podstawie norm (2,06% zainwestowanych środków). Można na tej podstawie wyciągnąć wniosek, że w Wielkiej Brytanii największe znaczenie mają strategie w przypadku których duże znaczenie mają bieżące ujawnienia o wpływie danego przedsiębiorstwa na społeczeństwo i środowisko (ponad 80% zainwestowanych środków).

Jednym z podstawowych źródeł informacji o przedsiębiorstwach są ich raporty roczne, a w przypadku spółek notowanych na LSE ich część nazywana raportem strategicznym. Powstaje zatem pytanie o zakres ujawnień w raportach strategicznych spółek notowanych na Giełdzie Londyńskiej.

Dyskusja naukowa nad inwestowaniem koncentrowała się dotychczas głównie na zagadnieniach efektywności portfeli opartych na strategiach inwestowania społecznie odpowiedzialnego (zob. szerzej, Luther 1992, Bauer i in. 2005, Brammer i in 2006, Sandberg i in. 2009, Humphrey, Tan 2014). Obszerne badania literaturowe (Urban 2011), (Rogowski, Ulianiuk 2012), (Capelle-Blancard and Monjon 2012) wskazują, że wpływ zastosowania strategii inwestowania społecznego na wyniki finansowe jest ograniczony i nieistotny statystycznie. Innym ważnym trendem w badaniach nad inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym są czynniki wpływające na podejmowanie decyzji o inwestycjach społecznie odpowiedzialnych (Rosen i in 1991), (Friedmann i Miles 2000), (Nilsson 2008), (Berry, Junkus 2013), (Duuren i in 2015).

Już na przełomie XX i XXI wieku Friedman i Miles (2000) na podstawie 14 wywiadów z ekspertami wykazali, że ilość i jakość ujawnień o wpływie przedsiębiorstw na społeczeństwo oraz inwestowanie społecznie odpowiedzialne są wzajemnie powiązane. Ich zdaniem zwiększony nacisk na uwzględnianie czynników etycznych przyczynia się do wzmożonego zapotrzebowania ze strony inwestorów na lepsze ujawnienia w zakresie wpływu przedsiębiorstw na społeczeństwo i środowisko. Jest on dodatkowo wzmacniany zwiększaniem się liczby podmiotów stosujących strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego i wartością zarządzanych przez nie aktywów. Z drugiej strony lepsza jakość ujawnień ESG przyczynia się do zwiększenia ich legitymizacji i poziomu zaufania do nich oraz zwiększa zainteresowanie inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym.

Berry i Junkus (2013) przebadali 5 391 inwestorów indywidualnych ze Stanów Zjednoczonych, zrzeszonych w American Association of Individual Investors – zarówno takich, którzy wskazali, że stosują choć w części strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego (1 761) oraz pozostałych (3035). Czynnikami społeczno-środowiskowymi, które miały największy wpływ na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne były: wpływ na środowisko naturalne, zasady stosowane przez przedsiębiorstwa, produkty oferowane przez spółkę, aktywność społeczna, aktywność polityczna, zgodność z zasadami religii. W poszczególnych podkategoriach – jako najbardziej istotne kwestie inwestorzy wskazali zagadnienia wskazane w tabeli 2.

Tabela 2. Znaczenie różnych czynników dla inwestorów

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Podkategoria** | **Środowisko** | **Stosowane zasady** | **Aktywność społeczna** | **Problemy powodowane przez produkty** |
| Czynniki w kolejności od najważniej-szego do najmniej ważnego | Wyniki wpływu na środowisko (efektywność środowiskowa)  Wpływ produktów na środowisko  Zastosowanie pestycydów  Żywność modyfikowana genetycznie  Wycinka drzew  Zagrożenie nuklearne | Przestrzeganie prawa  Zachowania menedżerów  Zarządzanie łańcuchem dostaw  Corporate Governance | Prawa pracownicze  Prawa człowieka  Bezpieczeństwo produktu  Bezpieczeństwo pracy  Inwestycje w społeczności  Prawa zwierząt  Aktywność polityczna, zgodność z zasadami religii | Pornografia  Tytoń  Hazard  Alkohol  Broń palna  Futra  Niezdrowe produkty skierowane do dzieci |

Źródło: opracowanie własne na podstawie Berry, Junkus 2013, s. 715-716

Nieoczekiwanymi (niezgodnym z wcześniejszymi badaniami) wynikami badań Berry i Junkus było, to że inwestorzy w większym stopniu wykorzystują dane do wyboru („nagradzania”) spółek, które wykazują pozytywny wpływ na środowisko niż do selekcji negatywnej (wyłączania akcji spółek z portfela inwestycyjnego).

Badania prowadzone przez Duringę i in (2015) na próbie 126 menedżerów portfeli inwestycyjnych głównie z Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych oraz w mniejszym stopniu z innych krajów świata. Okazało się, że większość badanych wykorzystuje informacje o wpływie przedsiębiorstwa. Dane takie są, w pierwszej kolejności używane do zarządzania ryzkiem, a następnie w malejącej częstotliwości do: identyfikacji podmiotów, które są potencjalnie zagrożone (ang. *red flagging*), wyceny akcji, monitorowania akcji, a w najmniejszym stopniu do selekcji negatywnej. Badania Duringi i in. (2015) wskazały również na istnienie istotnych różnic w sposobie zastosowania danych oraz stopniem przeświadczenia o wpływie zastosowania strategii inwestowania społecznie odpowiedzialnego na wyniki finansowe stosujących je funduszy inwestycyjnych pomiędzy menedżerami pochodzącymi z różnych krajów świata. Menedżerowie z Europy (w tym z Wielkiej Brytanii) biorący udział w badaniu byli w większym stopniu przekonania o pozytywnym wpływie zastosowania takich strategii na wyniki finansowe inwestycji, niż menedżerowie z USA.

**4. Raport strategiczny i jego miejsce w raporcie rocznym**

Wymóg ujęcia raportu strategicznego w sprawozdaniu rocznym został uchwalony przez parlament brytyjski w lipcu 2013 r. i zaczął obowiązywać dla raportów rocznych sporządzonych za rok obrotowy kończący się 30 września 2013 roku lub później. Według KRF raport roczny powinien składać się z następujących części: raportu strategicznego, raportu corporate governance, raportu o wynagrodzeniach członków zarządu i rady nadzorczej, sprawozdania finansowego, raportu zarządu o pozostałych kwestiach, tak jak przedstawiono to na rysunku 1. Ani brytyjski Kodeks Ładu Korporacyjnego, ani Kodeks Spółek nie zawierają dokładnych wskazówek, co powinien zawierać raport strategiczny. W 2014 roku, KRF wydał "Wytyczne w sprawie raportu strategicznego" .

**Rysunek 1. Struktura raportu rocznego według wytycznych KRF**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Dokument | **Raport roczny** | | | | |
| Cel dokumentu | Dostarczenie akcjonariuszom istotnych informacji, które są przydatne do podejmowania decyzji o alokacji zasobów i oceny jakości sprawowania zarządu przez wyznaczone osoby (ang. directors’ stwardship) | | | | |
| Części składowe | Raport strategiczny | Raport coroprate governance | Raport o wynagrodzeniach członków zarządu i rady nadzorczej | Sprawozdanie finansowe | Raport zarządu o pozostałych kwestiach  (ang. Director’s Report) |
| Cele części  składowych | Zapewnienie kontekstu dla sprawozdań finansowych  Przedstawienie strategii i modelu biznesu jednostki  Przedstawienie głównych ryzyk, na które narażona jest jednostka oraz sposobu, w jaki mogą one wpłynąć na przyszłe funkcjonowanie jednostki  Analiza dokonań (ang. Performance) jednostki  Wskazanie lokalizacji poszczególnych informacji | Dostarczanie informacji umożliwiających objaśnienie w jaki sposób skład i organizacja struktur nadzoru korporacyjnego wspiera osiągnięcie celów jednostki | Przedstawienie wszystkich elementów polityki ustalania wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej oraz kluczowych czynników, które zostały uwzględnione przy ustalaniu tej polityki | Przedstawienie sytuacji finansowej jednostki i jej zmian zgodnie z obowiązującymi standardami rachunkowości | Dostarczenie innych wymaganych prawem, standardami lub dobrymi praktykami informacji o spółce |

Źródło: Guidance on Strategic Report (2014), s. 10

Raport strategiczny powinien zgodnie z wspomnianymi wytycznymi prezentować szereg zróżnicowanych informacji pozwalających zrozumieć bieżące i przyszłe funkcjonowanie jednostki oraz kontekst sprawozdań finansowych. Raport strategiczny powinien zawierać informacje o modelu biznesowym i strategii jednostki. Należy umieścić w nim analizy: przeszłych dokonań jednostki oraz głównych czynników ryzyka oraz sposób w jaki mogą one wpłynąć na perspektywy rozwoju podmiotu. Raport strategiczny powinien wreszcie służyć jako drogowskaz pozwalający odnaleźć istotne informacje w pozostałych częściach raportu rocznego. Głównymi zagadnieniami prezentowanymi w raporcie strategicznym są trzy podstawowe obszary ujawnień:

1. zarządzanie strategiczne – w jaki sposób jednostka zamierza generować i zachowywać wartość,

2. otoczenie biznesu – jakie jest środowisko zewnętrzne i środowisko wewnętrzne, w którym jednostka funkcjonuje,

3. dokonania podmiotu – jakie były osiągnięcia jednostki w danym okresie i jej sytuacja na koniec okresu.

W obszarze ujawnień dotyczącym zarządzania strategicznego ujmuje się opis strategii, celów oraz modelu biznesu. Opis modelu biznesu w raporcie strategicznym powinien umożliwić akcjonariuszom szerokie zrozumienie rodzaju relacji, zasobów i innych nakładów niezbędnych dla osiągnięcia sukcesu przez przedsiębiorstwo. Należy jednocześnie podkreślić, że przedstawienie modelu biznesu jest kluczowe dla właściwej prezentacji

Według wytycznych KRF w raporcie strategicznym należy zaprezentować najważniejsze silne strony jednostki oraz jej zasoby materialne i niematerialne (również takie zasoby niematerialne, które nie są wykazywane w bilansie podmiotu). Do ważnych aktywów niematerialnych, które mogą być istotne dla akcjonariuszy zdaniem autorów raportu należą: reputacja, marka, baza lojalnych klientów, zasoby naturalne, pracownicy, zdolności badawczo rozwojowe, kapitał intelektualny, licencje, patenty, prawa własności intelektualnej, znaki towarowe, pozycja rynkowa.

Ocenę efektywności funkcjonowania modelu biznesowego jednostki oraz stopnia realizacji strategii umożliwiają kluczowe mierniki dokonań (ang. *Key Performance Indicators* – KPI) . Mierniki zawarte w raporcie strategicznym powinny być tymi, które zarządzający uważają za szczególnie efektywne w ocenie postępu realizacji strategii, monitorowaniu podstawowych rodzajów ryzyka lub zmiany sytuacji jednostki. Wskazanym jest, żeby mierniki były powszechnie stosowane w branży – umożliwia to ich porównywanie między podmiotami, co w znacznym stopniu wpływa na ich użyteczność. Opis mierników zawartych w raporcie strategicznym powinien zawierać: definicję i sposób obliczania, cel, źródła danych wykorzystywanych do obliczania mierników, wszelkie ważne złożenia przyjęte przy obliczaniu mierników, zmiany w sposobach obliczania w porównaniu do poprzednich lat, w tym zmiany w polityce rachunkowości wpływające na sprawozdania finansowe i obliczane na ich podstawie mierniki.

Zgodnie z zaleceniami KRF częścią raportu strategicznego jest prezentacja oddziaływania społecznego, charakteryzująca, w jaki sposób jednostka zamierza naprawić negatywne oddziaływanie na środowisko naturalne i społeczne lub w jaki sposób przyczyniła się do jego poprawy. Raport strategiczny powinien również przedstawiać strukturę zatrudnionych według płci na koniec roku obrotowego, z uwzględnieniem: osób będących członkami zarządu i rady nadzorczej, pracowników będących menedżerami wyższego szczebla, pracowników ogółem.

Podsumowując, na postawie analizy wytycznych KRF można uznać raport strategiczny za potencjalnie cenne źródło informacji dla inwestorów, w tym dla inwestorów stosujących strategie integracji ESG i zaangażowania.

Z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych stosujących strategie inwestowania społecznie odpowiedzialnego szczególnie użyteczne są mierniki niefinansowe pozwalające ocenić wpływ przedsiębiorstw na społeczeństwo i środowisko.

Użyteczną z punktu widzenia takich inwestorów jest również informacja o modelu biznesu i o strategii. Sposób kreowania wartości przez spółkę może przyczyniać się do włączenia lub wyłączenia jej akcji do portfela akcji przez inwestora stosującego strategie inwestowania odpowiedzialnego społecznie. Przyczyną wyłączenia z portfela inwestycyjnego może być kreowanie wartości dla akcjonariuszy w sposób szkodliwy dla społeczeństwa, na przykład uzyskiwanie jej ze sprzedaży produktów szkodliwych dla społeczeństwa takich jak broń, alkohol, wyroby tytoniowe.

**5. Metodyka i wyniki badania**

Badanie zrealizowane w ramach niniejszego artykułu ma charakter pilotażowo – eksploracyjny. Jako podstawową metodę badawczą przyjęto w niniejszym badaniu analizę treści (zawartości) raportów rocznych spółek notowanych na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Zrealizowana analiza treści miała charakter jakościowo-ilościowy.

Badaniem zostały objęte spółki notowane na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, których akcje wchodzą w skład indeksu FTSE-Techmark. Dzięki tej decyzji próba obejmuje w miarę jednorodne spółki z sektora wysokich technologii. Spółki wchodzące w skład indeksu FTSE-Techmark są często podmioty o dużym oddziaływaniu na społeczeństwo (na przykład spółki telekomunikacyjne i farmaceutyczne) oraz o dużym oddziaływaniu na środowisko (np. spółki biotechnologiczne, spółki zbrojeniowe).

W analizie treści w badaniu skoncentrowano się na aspektach liczby i rodzaju mierników zawartych w raportach strategicznych. Badanie miało tym samym służyć odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

1. Jakie kluczowe mierniki dokonań są zawarte w raporcie strategicznym?

2. Jaki jest udział kluczowych mierników finansowych i niefinansowych w raportach strategicznych?

3. Jakie mierniki finansowe i niefinansowe są zawarte w części raportu strategicznego społecznej odpowiedzialności?

4. W jakim stopniu mierniki zawarte w raportach strategicznych pozwalają na ocenę przez inwestorów społecznie odpowiedzialnych stopnia ich oddziaływania na społeczeństwo i środowisko?

Indeks FTSE Techmark obejmuje 60 spółek z sektora wysokich technologii. W badaniu zostały uwzględnione raporty roczne za 2013 rok. W badaniu uwzględniono mierniki określone jako kluczowe mierniki dokonań (ang. *key performance indicators*), a także wskaźniki nie określone jako strategiczne i publikowane w części poświęconej oddziaływaniu na społeczeństwo i środowisko.

Wszystkie badane przedsiębiorstwa postąpiły zgodnie z wytycznymi KRF i ujęły w raportach strategicznych kluczowe mierniki dokonań (KPI). Zróżnicowana była liczba mierników prezentowanych w raportach strategicznych. Wahała się ona od 4 w przypadku spółki Vectura do 19 w przypadku spółki Astra Zeneca. Średnia liczba kluczowych mierników dokonań wynosiła 8, a dominantą było 6 mierników. Wyraźnie częściej stosowane były mierniki finansowe (średnia liczba 6) niż mierniki niefinansowe (średnia liczba 2). Co więcej, aż 19 spółek (32% badanych podmiotów) zastosowała w raportach strategicznych do oceny stopnia wdrożenia strategii i efektywności funkcjonowania modelu biznesu wyłącznie wskaźniki finansowe.

Najczęściej ujawnianym w raportach strategicznych miernikiem dokonań była całkowita wartość przychodów – zawarta w raportach 57% badanych spółek. Informacja o przychodach była ponadto przedstawiana jako kluczowych miernikach dokonań w przekroju najważniejszych z punktu widzenia realizacji strategii:

1) rodzajów/segmentów działalności, np. przychody z działalności rozwojowej prowadzonej dla klientów, przychody ze sprzedaży danych,

2) rynków, np. rynków wschodzących, rynków na których działalność firmy nie jest zagrożona ze względów prawnych,

3) grup produktów, np. nowych produktów, produktów przyjaznych dla środowiska (ang. green products).

Innymi często prezentowanymi w raportach strategicznych miernikami finansowymi były: zysk na akcję – EPS (40%) , zysk operacyjny (33%), dynamika sprzedaży (25%), EBITDA (23%), wydatki na badania i rozwój (20%), wskaźnik konwersji gotówki (20%), marża zysku operacyjnego (18%), zysk brutto (17%), przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (15%), dywidenda na akcję (13%), środki pieniężne netto (12%), organiczny wzrost przychodów (12%), wartość portfela zamówień (8%), przepływy pieniężne netto (8%), stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału (8%). Niektóre spółki ujęły w swoich raportach strategicznych wskaźniki specyficzne dla ich sektora np. MCEV, IGD, lub specyficzne dla ich modelu biznesu np. zysk operacyjny przypadający na rynkowy ekwiwalent świni.

Wskaźniki niefinansowe prezentowane w raportach strategicznych badanych spółek cechowały się jeszcze większym zróżnicowaniem. Jedynie niewiele z nich występowało w kilku raportach. Do tych relatywnie często występujących należały liczba pracowników (10%), liczba wypadków (10%), wskaźnik rotacji pracowników (8%), poziom emisji CO2 (7%), wskaźnik zaangażowania pracowników (5%), wskaźnik satysfakcji klientów (5%), czas pracy utracony na skutek wypadków (5%), liczba osiągniętych głównych celów (5%), liczba nowy produktów, NPS (ang. *Net Promoter Score*) (5%), liczba patentów (3%), liczba przejęć (3%). Pozostałe wskaźniki były bardzo zróżnicowane i dostosowane do strategii lub modelu biznesu – np. udział architektury ARM w smartfonach, czy liczba wakatów zapełnionych na drodze wewnętrznej rekrutacji.

W części raportów strategicznych występuje większa liczba wskaźników niefinansowych, ale są one zawarte w części dotyczącej społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) i najczęściej odzwierciedlając ilość wyemitowanego CO2 oraz zużytej energii oraz poziomu zróżnicowania zarządów.

Do najczęściej ujawnianych w raportach strategicznych w części poświęconej danych ilościowych reprezentujących oddziaływanie społeczne należą mierniki wpływu na środowisko, mierniki odwzorowujące bezpieczeństwo pracy oraz struktury zróżnicowania pracowników.

Wśród mierników oddziaływania na środowisko najbardziej rozpowszechnione były ilość emitowanego CO2 (zarówno bezpośrednio i pośrednio) oraz powiązane z nimi mierniki intensywności – takie jak ilość wyemitowanych ton CO2 na 1 mln przychodów, na 1 pracownika, na GJ zużytej energii. Wskaźniki takie zostały zaprezentowane w ponad 56 z 60 (93%) badanych przedsiębiorstw, a w dwóch kolejnych wystąpiło odesłanie do innych dokumentów, w których takie dane są dostępne. Innymi stosunkowo często, choć znacznie rzadziej prezentowanymi w raportach strategicznych miernikami oddziaływania na środowisko były: zużycie energii, zużycie wody, ilość śmieci przekazanych na składowiska, ilość śmieci poddanych recyklingowi, ilość śmieci niebezpiecznych dla środowiska oraz % zmniejszenia zużycia zasobów (np. energii elektrycznej, powierzchni).

Najczęściej prezentowanymi miernikami w zakresie bezpieczeństwa i higieny pracy były: liczba wypadków, liczba wypadków w relacji do liczby pracowników lub czasu pracy, czas pracy utracony na skutek wypadów.

Zróżnicowane pod względem płci zostało uwzględnione w raportach strategicznych wszystkich badanych spółek. Najczęściej spółki ujawniały zróżnicowanie na 3 poziomach: zarządu/rady nadzorczej, menedżerów wyższego szczebla oraz ogółu pracowników. W części przypadków zdarzały się ujawnienia mniej szczegółowe – np. ujawnienia tylko na temat zróżnicowania zarządu/ rady nadzorczej i ogółem. Niektóre podmioty, z kolei uwzględniały również dodatkowy czwarty poziom – zróżnicowanie na poziomie rad nadzorczych/zarządów w poszczególnych spółkach wchodzących w skład grupy podmiotów. Stosunkowo niewielka część spółek prezentowała również zróżnicowanie pracowników pod względem wieku, lokalizacji geograficznej, a nawet udział mniejszościowych grup etnicznych w liczbie zatrudnionych.

Interesującym trendem wśród mierników niefinansowych zamieszczanych w raportach strategicznych jest prezentacja wskaźników podwójnych korzyści (ang. *dual benefits indices*), czyli takich wskaźników niefinansowych, które są jasno powiązane ze wskaźnikami finansowymi. Przykładem takiego miernika jest dynamika zużycia energii elektrycznej. Redukcja zużycia energii elektrycznej jest dobra dla środowiska (pierwsza korzyść) i jednocześnie zmniejsza koszty i poprawia wyniki (druga korzyść).

Ujawnienia o charakterze jakościowym, na przykład te o modelu biznesu, zawarte w raportach strategicznych również stanowią potencjalnie użyteczne źródło informacji dla inwestorów odpowiedzialnych społecznie. Społecznie odpowiedzialne fundusze inwestycyjne stosujące strategię selekcji negatywnej, na podstawie informacji o modelu biznesowym spółek BAE i Meggit mogą podjąć decyzję o ich wykluczeniu z portfela inwestycyjnego, ponieważ podmioty te wytwarzają podzespoły do uzbrojenia.

**6. Zakończenie**

Wielka Brytania jest wiodącym w Europie i na świecie rynkiem inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Najczęściej stosowanymi strategiami inwestowania społecznie odpowiedzialnego w tym kraju są zaangażowanie i integracja ESG. Na podstawie zrealizowanych badań można stwierdzić, że dla inwestorów stosujących takie strategie raport strategiczny (który od niedawna stanowi wymaganą część raportu rocznego w Wielkiej Brytanii) stanowi potencjalnie użyteczne źródło informacji z następujących przyczyn. Po pierwsze, wskaźniki finansowe i niefinansowe pozwalające na odzwierciedlenie wpływu na społeczeństwo i środowisko występuje w raportach wszystkich raportach badanych spółek. Po drugie, w raportach strategicznych dominują finansowe kluczowe mierniki wyników, co świadczy o tym, że wyniki finansowe pozostają zdaniem sporządzających raporty roczne kluczowymi informacjami dla inwestorów. Po trzecie miernikami zawartymi w raportach strategicznych pozwalającymi na ocenę zakresu działalności spółki w zakresie oddziaływania na środowisko i społeczeństwo są głównie niefinansowe mierniki dokonań. Po czwarte, najbardziej powszechnymi miernikami niefinansowymi zawartymi w raportach strategicznych umożliwiających prowadzenie analiz ESG, są wskaźniki takie jak emisje gazów cieplarnianych i zróżnicowanie pracowników. Przyczyną ich częstego występowania jest fakt, iż są to informacje wymagane przez prawo w Wielkiej Brytanii. Innymi przydanymi wskaźnikami niefinansowymi prezentowanymi w raportach strategicznych są między innymi: liczba wypadków, liczba wypadków w relacji do liczby pracowników, ilość odpadów czy zużytej energii. Istnieją jednakże czynniki ograniczające przydatność raportów strategicznych dla inwestorów stosujących strategie społecznej odpowiedzialności. Są to: różny format przedstawianych danych i wykorzystanie odmiennych wskaźników. Wcześniejsze badania przeprowadzone przez Duurena i Plantingę (2015) wskazują, że inwestorzy stosujący strategię integracji ESG mogą w związku z tym poszukiwać informacji ze źródeł wtórnych, które są łatwiejsze do porównań. Źródłami wtórnymi wykorzystywanymi przez inwestorów oceny agencji ratingowych ESG i raporty analityków dotyczące poszczególnych spółek. Zweryfikowanie hipotezy o dużej przydatności raportów strategicznych dla inwestorów społecznie odpowiedzialnych wymaga dalszych badań – m.in. uwzględniających stopień wykorzystania przez agencje ratingowe i analityków danych o wpływie na społeczeństwo i środowisko ujawnianych w raportach strategicznych.

**Bibliografia**

Bauer R., Koedijk K., Otten R. (2005), *International evidence on ethical mutual fund performance and investment style*. “Journal of Banking and Finance”, vol. 29 (7), s. 1751-1767

Berry, T. C., Junkus, J. C. (2013), *Socially responsible investing: An investor perspective*. Journal of business ethics, vol. 112 (4), s. 707-720.

Brammer, S., Brooks, C., Pavelin, S. (2006), *Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures.* “Financial management”, vol. 35(3), s. 97-116

Capelle-Blancard, G., Monjon, S. (2012), *Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost*. “Business Ethics: A European Review”, vol. 21, s. 239–250

Citanna, A., Villanacci, A. (2000). *Incomplete Markets, Allocative Efficiency, and the Information Revealed by Prices. „*Journal of Economic Theory”, vol. 90(2), s. 222-253

Czerwonka, M. (2013), *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Warszawa, Difin.

Duuren van, E., Plantinga, A., Scholtens, B. (2015), *ESG integration and the investment management process: fundamental investing reinvented*. “Journal of Business Ethics”, s. 1-9

Dziawgo L. (2010), *Zielony rynek Finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, Warszawa, PWE

EUROSIF (2014), *European SRI Study* *2014*, http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf

Friedman, A. L., Miles, S. (2001). *Socially responsible investment and corporate social and environmental reporting in the UK: an exploratory study*. “The British Accounting Review”, vol. 33(4), s. 523-548.

FRC (2014) *Guidance on the Strategic Report*, <https://frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Guidance-on-the-Strategic-Report.pdf> dostęp 15.03.2016

Humphrey, J. E., Tan, D. T. (2014), *Does it really hurt to be responsible?*, “Journal of Business Ethics”, vol. 122, s. 375–386

Luther, R. G., Matatko, J., Corner, D. C. (1992). *The investment performance of UK “ethical” Unit Trusts*. Accounting, Auditing and Accountability Journal, 5 (4).

Holland J. (1998), *Private disclosure and financial reporting*, „Accounting and Business Research”, Vol. 28 (4).

Kaplan R. S., Norton D. (2001), *Strategiczna Karta Wyników – Jak przełożyć strategię na działania*, PWN, Warszawa

Klimczak K., (2014), *Wycena akcji a sprawozdawczość finansowa*, Warszawa, POLTEX

Marcinkowska, M. (2004), *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej.* Oficyna Ekonomiczna.

Michalak J. (2008), *Pomiar dokonań. Od wyniku finansowego do Balanced Scorecard*., Warszawa, Difin.

Pogodzińska-Mizdrak, E. (2010), *Koncepcje społecznie odpowiedzialnego gospodarowania i inwestowania szansą rozwoju rachunkowości*. Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 56, s. 175-184.

Rogowski, W., Ulianiuk, A. (2012), *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI)–próba charakterystyki*, Studia Prace Kolegium Zarządzania 114, s. 64-81.

RMSR (IASB) (2011), *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej.*  Rada Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, Londyn.

Rosen, B. N., Sandler, D. M., & Shani, D. (1991), *Social issues and socially responsible investment behavior: A preliminary empirical investigation*. “Journal of Consumer Affairs”, vol. 25(2), s. 221-234.

Sandberg J., Juravle C., Hedesström T.D. Hamilton I. (2009). *The heterogeneity of socially responsible investment.* “Journal of Business Ethics”, vol. 87, s. 519-533

Sobańska, I. (2003), *Problemy rachunkowości zarządczej w grupie kapitałowej–nowy obszar badawczy.* „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” Tom 17, s. 110-120

Shiller, R. J. (2013) *Capitalism and financial innovation*. “Financial Analysts Journal”, vol. 69 (1), s. 21–25

Urban, D. (2011) *Zarys koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego.* “Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica”, Tom 261, s. 495-507.

1. European Sustainable Investment Forum – ogólnoeuropejska instytucja zajmująca się badaniem i popularyzowaniem inwestowania społecznie odpowiedzialnego. [↑](#footnote-ref-1)