

Małgorzata Białas-Szymańska

Efektywny rynek kapitałowy a system rachunkowości przedsiębiorstw

Zestawienie badań efektywności rynku kapitałowego w Polsce z wynikami badań uzyskanymi w odniesieniu do innych krajów – jest bardzo istotnym elementem oceny stopnia dojrzałości polskiego rynku kapitałowego. Wyniki takich badań, łącznie z opisem stopnia rozwoju rynku kapitałowego oraz charakterystyką ilościowego znaczenia rynku w gospodarce (czyli kapitalizacją rynku, udziałem w akumulacji kapitału), umożliwiają dokonanie oceny stopnia rozwoju polskiego rynku kapitałowego (giełdowego rynku akcji) w odniesieniu do krajów o wieloletniej tradycji istnienia rynku kapitałowego. Taka analiza rozwoju rynku kapitałowego może stanowić bazę danych, obrazujących zaawansowanie i przebieg procesu transformacji gospodarczej w Polsce.

Ponadto należy uwzględnić fakt, że właściwa realizacja funkcji alokacyjnych przez rynek kapitałowy, zależy od jego efektywności informacyjnej, czyli efektywności, w której aktywa kapitałowe będące przedmiotem obrotu na rynku, zostały wycenione prawidłowo. Zatem tylko rynek kapitałowy efektywny może właściwie spełniać funkcje alokacyjne, poprzez wskazanie inwestorom prawidłowych informacji o cenach, które pozwolą im na podejmowanie przemyślanych decyzji o charakterze inwestycyjnym. Natomiast „rynek nieefektywny” w sensie

informacyjnym nie dostarczy powyższych informacji przydatnych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, może zatem prowadzić do *nieefektywnej alokacji zasobów w gospodarce* [Szyszka, 2003].

Jeżeli zatem rynek kapitałowy cechuje efektywność słaba, pół-silna lub silna, to możliwości wykorzystania różnych rozwiązań w ramach decyzji inwestycyjnych będą w sposób widoczny ograniczone lub nie będą w ogóle mieć miejsca. Efektywność rynku kapitałowego niesie bardzo istotne konsekwencje dla funkcjonowania rynku finansowego, a szczególnie dla funduszy inwestycyjnych, których nadrzędnym celem jest *dywersyfikacja ryzyka oraz dostarczenie fachowej usługi w zakresie zarządzania powierzonymi kapitałami* [Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001].

Poważnym problemem związanym z oceną efektywności informacyjnej rynku finansowego jest to, że inwestycja w akcje nie ma żadnego bliżej określonego horyzontu czasowego. Fakt spadku wartości akcji danej firmy nie oznacza braku możliwości nagłego wzrostu cen jej akcji. W praktyce jednak gracze rozpoczynający inwestowanie z reguły nie ujawniają interesującego ich horyzontu czasowego. Zatem jakakolwiek informacja na temat danej spółki ma wpływ na jej wycenę. Wpływ ten jest natychmiastowy, a cena błyskawicznie dostosowuje się do napływających informacji. Bieżący kurs jest odzwierciedleniem wszystkich informacji na temat danego waloru.

Będzie to zatem punkt wyjścia do określenia wzajemnych korelacji pomiędzy rynkiem kapitałowym a systemem rachunkowości, za pomocą autorskiej koncepcji mapy sprzężeń występujących pomiędzy efektywnością rynkową a kompleksowością (przejrzystością) rachunkowości.

Na rozwój rachunkowości, podobnie jak na przedsiębiorstwo, wpływa wiele ekonomicznych, politycznych i socjologicznych czynników, czyli natura własności firmy, źródła finansowania firmy, stan rozwoju rynku kapitałowego, system podatkowy, polityka socjalna państwa, czy też natura przepisów rachunkowości. Szczególnie istotne dla rozwoju rachunkowości finansowej i potrzeby rozrachunku firmy okazały się: rozwój rynku kapitałowego oraz pojawienie się dużych spółek międzynarodowych, a także związana z tym separacja własności i kontroli nad organizacją.

Rachunkowość przez dekady rozszerzała dostępność generowanych informacji o nowych odbiorcach, którymi są: pracownicy, związki zawodowe, konsumenci, agencje rządowe, a także opinia publiczna. Rozwija się stopniowo koncepcja *accountability*, czyli możliwość prowadzenia rzetelnego rozrachunku. Jest ona wynikiem dążeń różnych grup społecznych do monitorowania i wpływania na zachowania przedsiębiorstw [Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001].

Ujawnianie informacji, konieczność i możliwości jednostki w zakresie pro-

wadzenia rzetelnego rozrachunku wobec kredytodawców i właścicieli kapitału, przyczyniły się do wzrostu znaczenia profesjonalnego zarządzania oraz rozwoju rynków papierów wartościowych.

Budowa, wewnętrzna regulacja i utrzymywanie firmowej infrastruktury przejrzystości na określonym poziomie wymaga więc olbrzymiego wysiłku i pracy poświęconej wywiązywaniu się z obowiązków informacyjnych. Odpowiednio przygotowana i dostarczona inwestorom informacja jest dowodem na przejrzystość korporacyjną, ale u fundamentów tego dowodu muszą znajdować się realne procesy dostarczania materiałów informacyjnych do sprawozdań. Stają się one efektywne dopiero wówczas, gdy funkcjonowanie firmy odbywa się w infrastrukturze przejrzystości istniejącej poza jej granicami [Di Piazza, Eccles, 2002]. Podejście takie uwidacznia więc związek pomiędzy efektywnością rynku kapitałowego, a przejrzystością systemu rachunkowości.

W celu wyjaśnienia wzajemnej zależności efektywności rynku i przejrzystości rachunkowości, w ramach prezentowanego modelu, zostało zdefiniowanych osiem następujących pojęć, zestawionych w tabelicy 1, jako rodzaje rachunkowości i rynku kapitałowego (w dalszej części wykorzystano w tym celu autorską koncepcję mapy sprzężeń, zachodzących między badanymi ogniwami). Natomiast na tym etapie posłużono się charakterystyką ujętych w tabelicy pojęć, w celu ich dokładne-

Tablica 1 Typy rachunkowości i rynku kapitałowego

Rachunkowość	stronnicza	niepewna	wierna w przedstawieniu zjawisk	wiarygodna
Rynek				
nieefektywny	?	?	?	?
słabo efektywny	?	?	?	?
quasi-silnie efektywny	?	?	?	?
efektywny	?	?	?	?

Źródło: opracowanie własne.

go sprecyzowania (stąd znaki zapytania), co na dalszym etapie badania pozwoli na uzupełnienie brakujących w niej ogniw, ale już w oparciu o autorską koncepcję mapy sprzężeń.

1. Pierwszym z ogniw jest rynek nieefektywny, rozpatrywany jako najniższe stadium rozwoju efektywności, bowiem nieefektywność rynku jest cechą trudną do zmierzenia, jakkolwiek rynek można uznać za nieefektywny, jeżeli rynkowe ceny walorów nie odzwierciedlają w sposób właściwy (rzeczywisty), wszystkich dostępnych informacji dotyczących tych cen w przeszłości.

2. Drugim z charakteryzowanych pojęć jest rynek słabo efektywny, stanowiący pośrednie ogniwo pomiędzy pełną nieefektywnością rynku, a jego quasi efektywnością. Rynek uznaje się za słabo efektywny, jeżeli ceny aktywów notowanych na tym rynku w pełni odwzorowują całą bazę dostępnych informacji, ale tylko w zakresie tych cen w przeszłości.

3. Trzecim jest rynek quasi-silnie efektywny rozpatrywany jako rynek, na którym żaden inwestor nie może osiągnąć ponadnormalnych zysków, wykorzystując publicznie dostępne informacje, czyli takie, które uzyskuje się z prasy, z analizy raportów przedsiębiorstw, z prospektów emisji papierów wartościowych, z anonsov o emisji darmowych akcji dla dotychczasowych posiadaczy.

4. Za rynek efektywny w pełni, według klasycznej definicji E.F. Fama [1970], uznaje się rynek, na którym ceny są odzwierciedleniem wszystkich informacji.

Taki rynek nie może jednak istnieć, ponieważ racjonalni inwestorzy nie będą skłonni ponosić kosztów analizy informacji, jeżeli nie uzyskają rekompensaty w postaci odpowiednio wysokich stóp zwrotu. Osiągnięcie wyższych stóp zwrotu możliwe jest tylko w sytuacji, gdy poinformo-

mowani inwestorzy będą mieli przewagę konkurencyjną nad inwestorami, którzy nie zostali poinformowani [Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001].

5. W ramach badania systemu rachunkowości, pierwszym pojęciem będzie rachunkowość stronicza, rozpatrywana jako rachunkowość nieprzejrzysta, niewiarygodna, mało użyteczna i niespójna wewnątrznie. Rachunkowość jest bowiem jedna i oznacza ogół metod i zabiegów rachunkowych, systematycznych i regularnych, stosowanych w przedsiębiorstwie celem stworzenia podstaw dla decyzji kierowniczych, a wyróżnienie kolejnych jej przedziałów przejrzystości świadczy o stopniu spełnienia powyższych metod, zasad i procesów rachunkowych [Skrzywan, 1948].

Według Rady ds. Standardów Rachunkowości Finansowej [FASB], stroniczość w rachunkowości to *tendencja danej miary do odchylenia się częściej w jedną niż w drugą stronę od tego, co przedstawia, zamiast odchylić się z równym prawdopodobieństwem w obydwie strony. Wolność od stroniczości to nic innego jak zdolność metody pomiaru do przedstawienia wiernego opisu badanej cechy* [FASB].

Według znawców tematu, *stroniczość jest determinowana przez względne odchylenie średniej wartości z ustalonej za pomocą danej metody pomiaru wskazanej cechy od przypuszczalnej, bądź uzasadnionej wartości x^* tej cechy* [Hendriksen, van Breda, 2002].

6. Kolejne pojęcie to rachunkowość niepewna – stanowiąca pośrednie ogniwo łączące rachunkowość stroniczą z rachunkowością wiernie przedstawiającą zjawiska. Niepewna rachunkowość jest nie do końca ścisła czyli taka, która posiada szereg braków formalnych spowodowanych jej częściową niekompletnością i nieporównywalnością.

7. Za rachunkowość wiernie przedstawiającą zjawiska można uznać system łączący, w drodze wzajemnego uzupełnia-

nia się, księgowość i finanse jako dziedziny nauki i praktyki.

8. Ostatnim pojęciem będzie rachunkowość wiarygodna jako rachunkowość idealna w sensie dosłownym, a mianowicie pozbawiona cech kreatywności.

Mapa sprzężeń między efektywnością rynkową a kompleksowością rachunkowości

W rachunkowości wiarygodnej każde sprawozdanie finansowe jest przejrzyste dla każdego inwestora i kredytodawcy, jest porównywalne ze sprawozdaniami z okresów poprzednich oraz ze sprawozdaniami innych jednostek. Należałoby więc w tym miejscu podjąć próbę zmierzenia cech rynku kapitałowego i rachunkowości w skali od 0 do 100 proc. (analogicznie do udziałów przedsiębiorstwa na rynku). Wiadomym jest, że wskaźnik charakteru rynku (WCHR) przyjmuje wartość 0, jeżeli nie występują przesłanki do większego od zera udziału firmy na rynku z tytułu danej cechy, natomiast wartość 1 WCHR uzasadnia każdą wielkość udziału przedsiębiorstwa na danym rynku [Noga, 1993].

Punktowe określenie WCHR jest trudne do określenia, stąd też przybliżone wartości tego wskaźnika spróbowano określić przedziałami [Noga, 1993].

W odniesieniu do efektywności rynku kapitałowego wzięto pod uwagę następujące przedziały:

- rynek efektywny w przedziale (1; 0,75);

- rynek quasi-silnie efektywny w przedziale (0,75; 0,5);
- rynek słabo efektywny w przedziale (0,5; 0,25);
- rynek nieefektywny w przedziale (0,25; 0) [Noga, 1993].

I analogicznie, w odniesieniu do cech systemu rachunkowości będą rozpatrywane następujące przedziały:

- rachunkowość wiarygodna w przedziale (1; 0,75) – jawności danych w spółce;
- rachunkowość wiernie przedstawiająca zjawiska w przedziale (0,75; 0,5) – jawności danych w spółce;
- rachunkowość niepewna w przedziale (0,5; 0,25) – jawności danych w spółce;
- rachunkowość stronnicza w przedziale (0,25; 0) – jawności danych w spółce [Noga, 1993].

W ramach rozpatrywanych cech systemu rachunkowości, dla celów badawczych zostały zastosowane kryteria szczegółowe jej kompleksowości, które przedstawia tabela 2.

Kompleksowość rachunkowości należy rozpatrywać ze względu na cechy rachunkowości zorientowane na użytkownika i na cechy zorientowane na decyzję, czyli należy ją rozumieć jako pojęcie przejrzystości w ujawnianiu danych księgowych [Hendriksen, van Breda, 2002].

Uogólniając dotychczasowe rozważania wyróżniono dwa zasadnicze aspekty efektywności: pierwszy odnosi się do

Tablica 2 Kryteria kompleksowości rachunkowości

kryteria	kompleksowość zewnętrzna słaba (tylko na poziomie podatkowym)	kompleksowość zewnętrzna dobra (na poziomie controllingu i auditingu)
kompleksowość wewnętrzna słaba (na poziomie kontroli wewnętrznej)	D rachunkowość stronnicza	B rachunkowość wierna w przedstawieniu zjawisk
kompleksowość wewnętrzna dobra (na poziomie solidnego audytu wewnętrznego)	C rachunkowość niepewna	A rachunkowość wiarygodna

szybkości reakcji rynku, a drugi do trafności reakcji. Dowód w stosunku do szybkości reakcji wydaje się zasadniczo decydujący, bowiem rynki reagują na nowe informacje z błyskawiczną szybkością i determinacją, a nawet mogą wyprzedzić informacje z systemu rachunkowości.

Prowadzący badania w tym zakresie wskazują na następujące źródła trudności w mierzeniu efektywności rynku, a mianowicie większość testów opartych jest na teoretycznych modelach wyceny w celu odróżnienia zjawisk typowych od nietypowych (testy są połączeniem efektywności rynku z modelem). Jeżeli ulegną zmianie odczucia bądź informacje, to ceny też zmienią się. Następstwa pełnej efektywności rynkowej dla systemu rachunkowości są takie, że jeżeli rachunkowość ma spełniać funkcje społeczne, musi udostępniać istotne informacje finansowe zainteresowanym tak szybko, jak jest to możliwe, w celu zminimalizowania możliwości wykorzystania informacji wewnętrznej. Jeżeli informacje wewnętrzne wykorzystują określone osoby dla własnych korzyści, to pozostali uczestnicy rynku tracą je. Efektem tego stanu rzeczy jest transfer majątku od jednych inwestorów do drugich, ale ceny nie odzwierciedlają tych informacji natychmiast, a alokacja zasobów nie jest optymalna [Hendriksen, van Breda, 2002].

Powyższe usystematyzowanie wszystkich opisanych pojęć pozwoli na dokładne sprecyzowanie wzajemnych ich powiązań oraz na ustalenie, w jakim stadium rozwoju znajduje się polski rynek kapitałowy i polska rachunkowość.

Wykorzystano w tym celu szereg kryteriów identyfikacyjnych, które powodują, że ma on w większym stopniu niż inne rynki szansę na informacyjną efektywność. Nie są to oczywiście warunki wystarczające dla zapewnienia efektywności rynku, lecz jedynie czynią one założenie o efektywności rynku kapitałowego bardziej sprawiedliwym.

Hipoteza o rynku efektywnym nie ogranicza się do stwierdzenia jego ścisłej efektywności lub nieefektywności. Problemem jest stopień tej efektywności.

Dla potrzeb zaprezentowanych rozważań zdefiniowano rynek według następujących kryteriów:

- kryterium pierwsze – szeroko rozumiane ceny ustalone na rynku,
- kryterium drugie – dostęp do informacji przez uczestników rynku,
- kryterium trzecie – struktura informacji (jej charakter).

Natomiast system rachunkowości został zdefiniowany wobec poniższych kryteriów:

- kryterium czwarte – kompletność rachunkowości;
- kryterium piąte – jej rzetelność i sprawdzalność;
- kryterium szóste – koszt zidentyfikowania (poszukiwania) w przedsiębiorstwie właściwych informacji finansowych.

Wszystkie wyżej wymienione kryteria umożliwią dokonanie analizy zaprezentowanych układów typu rynek kapitałowy ↔ system rachunkowości w poszczególnych stadiach ich rozwoju. Poprzez pryzmat wymienionych kryteriów dokonano próby znalezienia układu najbardziej zbliżonego do polskich realiów czyli takiego, który najlepiej oddaje charakter rodzimego rynku kapitałowego i systemu rachunkowości. Pomocna w tym zakresie będzie poniższa analiza przypadku, która pozwoli na skonstruowanie autorskiej koncepcji mapy sprzężeń zachodzących między efektywnością rynkową a kompleksowością (przejrzystością) rachunkowości.

Pierwszym rozpatrywanym tutaj przypadkiem będzie zetknięcie się nieefektywnego rynku i rachunkowości słabej pod względem kompleksowości zewnętrznej i wewnętrznej (DD). Na nieefektywnym

rynku ceny nie odzwierciedlają w sposób rzeczywisty wszystkich dostępnych informacji, występuje na nim silna asymetria informacyjna, poprzez utrudniony dostęp do informacji. Charakter rachunkowości w tym zestawieniu jest „przytłoczony” przez nieefektywność rynkową. Zestawienie to można przyrównać do zjawiska spirali biegnącej ku dołowi, a mianowicie nieefektywność rynku pogłębia niewiarogodność rachunkowości i odwrotnie, a dzieje się tak dlatego, iż stronnicza rachunkowość dostarcza tylko informacje niekompletne i subiektywne z punktu widzenia jej użytkownika. Ich struktura jest nacechowana osobistą stronniczością, a koszt identyfikowania w spółce właściwych informacji finansowych jest na tyle duży, że nie opłaca się w ogóle podejmować tego typu poszukiwań. Dodatkowo, nie bez znaczenia jest tutaj zjawisko przestępczości gospodarczej, a mianowicie oszustwa wewnątrz firm, kradzieże, korupcja, czy też niejednokrotnie brak standardów etycznych są istotnym problemem dla przedsiębiorców.

Nie inaczej sytuacja przedstawia się w zestawieniu nieefektywności rynkowej i rachunkowości słabej pod względem kompleksowości zewnętrznej i dobrej w odniesieniu do kompleksowości wewnętrznej (DC). System rachunkowości na tym etapie nie jest w stanie wydobyć rynku z nieefektywności. Dzieje się tak dlatego, że informacja płynąca z obrębu rachunkowości jest jeszcze za mało wartościowa, aby zniwelować przejawy nieefektywności rynkowej. Koszt zidentyfikowania danych w przedsiębiorstwie jest równie wysoki, jak w poprzednim zestawieniu.

Dwa wyżej wymienione układy to pierwszy etap – etap początkowy w ewolucji wzajemnej zależności rynku kapitałowego i systemu rachunkowości. Stanowią najniższy poziom spirali sprzężenia zwrotnego badanych dziedzin, któ-

rego istotą jest informacja odgrywająca nadrzędną rolę w potwierdzeniu lub korygowaniu wcześniejszych oczekiwań. Kolejne układy będą odzwierciedlać coraz wyższe punkty tej spirali.

Należy w tym miejscu podkreślić fakt, iż prawie połowa firm w Polsce dotknięta jest przestępczością gospodarczą. Według raportu PwC *Global Economic Crime Survey* z 2014 r., aż 20 proc. firm spotkało się z korupcją i cyberprzestępczością oraz szeroko rozumianymi manipulacjami księgowymi. Powyższe problemy dotyczą zwłaszcza usług finansowych, handlu detalicznego, telekomunikacji, sektora publicznego i turystycznego. Przedsiębiorstwa w Polsce tracą nie tylko pieniądze, ale ponoszą przede wszystkim straty wizerunkowe. Według raportu, znaczną część przestępstw dokonują osoby wchodzące w skład struktury przedsiębiorstwa, a dodatkowo w naszym kraju rzadkością jest zjawisko *whistleblowingu*, czyli systemu anonimowego informowania. Dzięki temu systemowi w Polsce wykryto zaledwie 6 proc. nadużyć, natomiast na świecie liczba ta sięga 23 proc. [Raport PwC, 2014]. *Whistleblowing* jest dobrze znany w USA. To dzięki nagłaśniającemu sprawę ujawniono kilkanaście lat temu manipulacje księgowe Enronu.

W Polsce około 20 proc. nieprawidłowości ujawniają komórki audytu wewnętrznego i zdaniem analityków tego zjawiska, aby zwiększyć udział właśnie audytu wewnętrznego w ujawnianiu niekorzystnego proceduru, potrzebne są nowoczesne techniki analizy danych i narzędzia ułatwiające identyfikację nieprawidłowości, których niejednokrotnie nie można wprost dostrzec w toku prowadzonej działalności [Winiarska, 2017]. Wymagane w tym zakresie są również *techniki zabezpieczenia i analizy dowodów elektronicznych*, ale zwykle narzędzia te nie znajdują się w dyspozycji jednostek kontrolnych wewnątrz przedsiębiorstw [Raport PwC, 2014]. Analiza taka – we-

dług znawców tematu – powinna mieć wręcz charakter śledczy, bo warunkuje to wykrycie całości ważnych aspektów, składających się na nadużycie o charakterze gospodarczym. Jak wskazują badania, niestety, audytorzy wewnętrzni nie nabyli jeszcze wystarczającego doświadczenia w zakresie zabezpieczania dowodów, szczególnie w sytuacji, gdy interesujące wątki w tym zakresie będą dotyczyły postępowania zarządu. A zatem zaskoczeniem nie jest fakt zgłaszania zainteresowania ze strony przedsiębiorców, usługami firm zewnętrznych w zakresie identyfikowania nadużyć wewnątrz podmiotu gospodarczego [Moeller, 2017].

Kolejnym rozpatrywanym przypadkiem będzie zetknięcie rachunkowości dobrej pod względem kompleksowości zewnętrznej i słabej pod względem kompleksowości wewnętrznej oraz nieefektywnego rynku (DB). Rachunkowość jest już na tyle silna, poprzez płynącą z niej usystematyzowaną informację, że może skutecznie zwalczyć objawy nieefektywności rynku. Rachunkowość na tym etapie jest już skarbnicą rzetelnej informacji, do której łatwiej dotrzeć, przez co stanie się bodźcem ukierunkowującym rynek na osiągnięcie kolejnych etapów efektywności. Koszt zidentyfikowania żądanych informacji księgowych maleje, ponieważ spółki notowane na giełdach podlegają obligatoryjnemu ujawnianiu informacji. Jeszcze silniejsze oddziaływanie powinno wystąpić między rachunkowością dobrą w ujęciu kompleksowości zewnętrznej i wewnętrznej (DA), a nieefektywnym rynkiem. Poprzez swoją bezbłędność i pełną klarowność winna natychmiastowo skierować bieg spirali wzajemnego sprzężenia ku górze, tak by rynek umocnił swoją efektywność. Idealna księgowość, jako zupełnie pozbawiona kreatywności, musiałaby zadziałać jak silne pole magnetyczne na rynek. Sytuacja taka jest w gruncie rzeczy niemożliwa i niewykonalna, poprzez swoją skrajność. Należy przy tym pamiętać,

że na rynku nieefektywnym panuje chaos informacyjny. Łagodniejsze zestawienie zawierać będzie dopiero wiersz C tablicy, a mianowicie w spirali wzajemnego sprzężenia rynek słabo efektywny i rachunkowość słaba pod względem kompleksowości zewnętrznej i wewnętrznej (CD) mają bardzo zbliżoną strukturę do zestawienia nieefektywnego rynku z rachunkowością słabą pod względem kompleksowości zewnętrznej i dobrą pod względem kompleksowości wewnętrznej (DC). To tutaj rachunkowość cechuje częściowa jawność danych o spółce, przez co słabo efektywny rynek może zainicjować proces przekształcania rachunkowości w system bardziej czytelny i użyteczny.

Rachunkowość słaba pod względem kompleksowości zewnętrznej i dobra w ujęciu kompleksowości wewnętrznej oraz słabo efektywny rynek (CC), to rzeczywisty układ analizowanej tabeli w odniesieniu do polskich realiów rynkowych. W spirali wzajemnego sprzężenia układ ten należałoby umiejscowić pośrodku, jako przykład pewnego rodzaju zaobserwowanej równowagi między wymienionymi ogniwami, ponieważ ani rachunkowość, ani tym bardziej rynek nie są na tyle silne, by zadziałać na drugą stronę z widoczną przewagą. Oddziaływanie to ma wręcz charakter neutralny. Należy pamiętać, że w celu umożliwienia efektywnego funkcjonowania spółek kapitałowych i zapewnienia bezpieczeństwa obrotu gospodarczego – szeroko rozumiana rachunkowość i prawo bilansowe odgrywają kluczową rolę.

Charakter neutralny zanika w układzie (CB): słabo efektywny rynek oraz rachunkowość dobra pod względem kompleksowości zewnętrznej i słaba w ramach kompleksowości wewnętrznej. Rachunkowość w tym przypadku jest już narzędziem zarządzania, a mianowicie umożliwia tworzenie „miękkich” (bardziej subiektywnych i niepewnych) informacji, od tych tworzonych ustawowo.

O zestawieniu (CA): słabo efektywny rynek oraz rachunkowość dobra w ramach kompleksowości zewnętrznej i wewnętrznej, nie można powiedzieć, że jest neutralne, bo w pełni doskonały system rachunkowości byłby źródłem usystematyzowanych informacji, dzięki czemu rynek zyskałby na efektywności.

Należy teraz przejść do wiersza B konstruowanej tablicy. W układzie (BD): quasi-silnie efektywny rynek oraz rachunkowość słaba w ramach kompleksowości zewnętrznej i wewnętrznej, to system rachunkowości jest nieściśły, a na rynku żaden inwestor nie może osiągnąć ponadnormalnych zysków, wykorzystując publicznie dostępne informacje. Sytuacja ta wydaje się być analogiczna do zestawienia (DB). Stroniczość systemu rachunkowości okazuje się bardzo nieekonomiczna, ponieważ zniwelowanie owej stroniczości wiąże się z bardzo wysokim kosztem pozyskania informacji, a dodatkowo nie da się również uniknąć kosztów związanych z analizą informacji.

W układzie (BC) system rachunkowości cechuje kompleksowość zewnętrzna wyłącznie na poziomie kontroli podatkowej oraz kompleksowość wewnętrzna na poziomie solidnej struktury audytu wewnętrznego. Pod pojęciem solidnej struktury audytu wewnętrznego należy rozumieć taki poziom audytu wewnętrznego, który jest w stanie przewidzieć następstwa konkretnych posunięć strategicznych kierownictwa firmy.

Tym samym nadszedł moment na przejście do przełomowego miejsca w konstruowanym zestawieniu. Mianowicie do układu (BB): quasi-silnie efektywnego rynku oraz rachunkowości o dobrej kompleksowości zewnętrznej i słabej kompleksowości wewnętrznej, który to wyznacza swoistą równowagę, bowiem taką rachunkowość warunkuje mechanizm rynkowy wraz z unormowaniami prawnymi, a im bardziej precyzyjna informacja, tym ceny są lepszym przybliżeniem rzeczywistych

wartości walorów. Quasi-silnie efektywny rynek, według znawców tematu, jest rynkiem najbardziej powiązany z rachunkowością, gdyż siła jego oddziaływania stabilizuje wszelkie wahania i uwidacznia ewentualne niedociągnięcia i niejasności.

Rynek quasi-efektywny odzwierciedla wszystkie te informacje, których koszt pozyskania i wykorzystania nie jest większy od korzyści, jakich mogą one dostarczyć. Z kolei w układzie (BA): rachunkowości o dobrej kompleksowości wewnętrznej i zewnętrznej z quasi-silnie efektywnym rynkiem, system rachunkowości odzwierciedla stan rzeczywisty firmy oraz występowanie kosztów przy analizie informacji jest kwestią nie do uniknięcia. System rachunkowości na tym etapie wykazuje niski koszt zidentyfikowania w przedsiębiorstwie właściwych informacji finansowych, a na rynku ceny dość dokładnie odzwierciedlają te wszystkie informacje płynące z przedsiębiorstw.

Przedstawione dotychczas rozważania przyjmowały założenie, że inwestorzy są racjonalni, nie tylko w znaczeniu właściwego przetwarzania wszystkich dostępnych informacji, lecz również w tym sensie, że nie ponosiliby oni nakładów na poszukiwanie nowych informacji, o ile nie mogłoby to im przynieść odpowiednich i dodatkowych korzyści.

Ostatni wiersz prezentowanego zestawienia odzwierciedlać będzie oddziaływanie efektywnego rynku z poszczególnymi poziomami kompleksowości systemu rachunkowości. Układ (AD) w pełni efektywnego rynku i rachunkowości słabej pod względem kompleksowości zewnętrznej i wewnętrznej to skrajny przypadek, gdyż zarówno w pełni efektywny rynek i ta rachunkowość we wzajemnym zestawieniu są oczywistą sprzecznością. Ogromny koszt zidentyfikowania w przedsiębiorstwie właściwych informacji księgowych, charakterystycznych dla tego typu rachunkowości, wyklucza

Tablica 3 Macierz zależności między efektywnością rynku kapitałowego a przejrzystością czyli kompleksowością rachunku

Rynek	Rachunkowość			
	D	C	B	A
	0% – 25% jawności danych spółki	25% – 50% jawności danych spółki	50% – 75% jawności danych spółki	75% – 100% jawności danych spółki
	1)	2)	3)	4)
D	rynkowe ceny walorów nie odzwierciedlają w sposób rzeczywisty wszystkich dostępnych informacji poprzez ograniczony do nich dostęp			
nieefektywny (25 – 0)	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:
dostępu do informacji	pojawia się zjawisko silnej asymetrii informacyjnej na rynku; występuje na tyle duży koszt zidentyfikowania w firmie właściwych informacji finansowych, że nie opłaca się w ogóle podejmować tego typu poszukiwań	dalsze panowanie asymetrii informacyjnej na rynku; koszt zidentyfikowania danych w przedsiębiorstwie jest równie wysoki jak w poprzednim zestawieniu	koszt zidentyfikowania żądanych informacji księgowych maleje, ponieważ spółki notowane na giełdzie podlegają obligatoryjnemu ujawnianiu informacji dzięki czemu zanika informacyjna asymetria	z teoretycznego i praktycznego punktu widzenia zestawienie niemożliwe poprzez swoją skrajność
C	5)	6)	7)	8)
	ceny odzwierciedlają wszystkie informacje, ale tylko w odniesieniu do przeszłości			
slabo efektywny (50 – 25)	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:
dostępu do informacji	slabo efektywny rynek, czyli taki w którym ceny odzwierciedlają tylko informacje z przeszłości, pełni rolę swoistej dźwigni w stosunku do rachunkowości słabej pod względem przejrzystości zewnętrznej i wewnętrznej	charakterystyczny dla polskich realiów gospodarczych, ze względu na fakt maksymalnie 50% jawności danych księgowych, przez co rynek nie ma dostępu do informacji warunkujących akcjonariuszom uzyskanie zysków ponadnormalnych	charakterystyczny dla polskich realiów gospodarczych, gdyż mamy tu do czynienia z rachunkowością jako narzędziem zarządzania, a informacje historyczne nie mają już znaczenia dla zysków ponadnormalnych	z praktycznego punktu widzenia zestawienie niemożliwe poprzez swoją skrajność
B	9)	10)	11)	12)
quasi-silnie efektywny (75 – 50)	wykorzystanie publicznie dostępnych informacji nie warunkuje osiągnięcia ponadnormalnych zysków			
dostępu do informacji	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:
	analogiczny jak w zestawieniu DB	charakterystyczny dla polskich realiów gospodarczych poprzez równoległy wzrost roli solidnego audytu wewnętrznego i dostępu do informacji na rynku	charakterystyczny już dla polskich realiów gospodarczych poprzez przytaczanie kilkunastu lat panowania u nas gospodarki rynkowej; obligacje skarbowe	rynek kapitałowy opiera się na empirycznej ocenie informacji księgowej
	13)	14)	15)	16)
A	ceny odzwierciedlają wszystkie informacje			
efektywny (100 – 75)	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:	• efekt zestawienia:
dostępu do informacji	przypadek skrajny – rachunkowość na tym etapie wyklucza pełną efektywność rynku	dążenie do nieosiągalnej doskonałości	dążenie do nieosiągalnej doskonałości	sytuacja z ekonomicznego punktu widzenia niemożliwa, ale oczekiwana

Źródło: opracowanie własne.

pełną efektywność rynku. Nieco lepiej sytuacja przedstawia się w układzie (AC) rynku efektywnego oraz rachunkowości słabej pod względem kompleksowości zewnętrznej i dobrej w ujęciu kompleksowości wewnętrznej, która jest tutaj zaledwie źródłem danych księgowych i wykazuje jeszcze braki formalne, co w zestawieniu z efektywnym rynkiem daje temu układowi status pewnego uśrednienia, gdyż źródło efektywności tkwi w ciągłym poszukiwaniu przez inwestorów nowych, istotnych informacji.

Wzmacniające oddziaływanie obserwuje się pomiędzy pełną efektywnością, a rachunkowością dobrą pod względem kompleksowości zewnętrznej i słabej pod względem kompleksowości wewnętrznej, która generuje dane prospektywne, przez co rynek przynosi najlepsze z możliwych przybliżenie rzeczywistej wartości danej inwestycji – układ (AB).

Można więc przejść do ostatniego ogniwa konstruowanego zestawienia – do układu (AA), a więc do sytuacji z ekonomicznego punktu widzenia niemożliwej ale oczekiwanej, a mianowicie do zestawienia rynku efektywnego z rachunkowością dobrą w ujęciu kompleksowości zewnętrznej i wewnętrznej. Będzie to szczytowy punkt spirali wzajemnego oddziaływania, niemożliwy do osiągnięcia, aczkolwiek bardzo interesujący z punktu widzenia wzajemnego sprzężenia zwrotnego między rynkiem kapitałowym a systemem rachunkowości (nazwanego „anty-kreatywnym”).

Powyższa analiza pozwala zatem na zaprezentowanie w tym miejscu Autorskiej Koncepcji Mapy Sprzężeń zachodzących między efektywnością rynkową a transparentnością rachunkowości (tablica 3). Dodatkowo:

- w przypadku rachunkowości przedziały przyjęto umownie zgodnie z zasadą, że przejrzystość rachunkowości jest wprost

proporcjonalna do ujawnienia informacji istotnej z punktu widzenia inwestora;

- w odniesieniu do efektywności rynku można posłużyć się pojęciem *spreadu*, czyli szeroko pojętej rozpiętości, ponieważ nowa firma wchodząca na rynek i chcąc zdobyć uznanie potencjalnych inwestorów nie może oferować zbyt wysokich zysków na początku działalności, gdyż świadczyłoby to o jej wątpliwej wiarygodności.

Macierz ta prezentuje najistotniejsze przedziały w odniesieniu do cech rynku kapitałowego, systemu rachunkowości oraz ich wzajemne relacje i pokazuje, że współzależność między cechami rynku kapitałowego i systemu rachunkowości wskazanymi tutaj jest silna.

Polski rynek kapitałowy zajmuje w tablicy 3 pozycję od C6 (przez C7 i B10) do B11, ponieważ przy maksymalnym założeniu 75 proc. jawności danych spółki – rynkowe ceny walorów odzwierciedlają wszystkie informacje, ale tylko w odniesieniu do przeszłości, a wykorzystanie wszystkich publicznie dostępnych informacji nie warunkuje osiągnięcia zysków ponadnormalnych. Wynika to również ze stanu obecnego rodzimego rynku kapitałowego, który został zaliczony przez agencję FTSE Russell we wrześniu 2018 r. do grupy rynków rozwiniętych. Decyzja ta wzmocni zapewne w dłuższej perspektywie GPW w Warszawie.

Polska została przeniesiona z kategorii zaawansowanych rynków wschodzących (Advanced Emerging Markets) do kategorii rynków rozwiniętych (Developed Markets) – ponieważ tak postanowił już w ubiegłym roku niezależny Komitet Doradczy ds. Klasyfikacji Krajowej FTSE Russell. Właśnie we wrześniu miał miejsce przegląd *FTSE Global Equity Index Series* – całej rodziny indeksów ryn-

ków kapitałowych. Zatem polskie aktywa znajdują odzwierciedlenie w indeksie *FTSE Developed All Cap Index*, co istotne, wcześniej wchodziły w skład indeksu *FTSE Emerging All Cap Index*. Należy podkreślić także wagę w indeksie rynków wschodzących polskich akcji, który obecnie stanowi 1,33 proc., a po przesunięciu do indeksu rynków rozwiniętych osiągnie około 0,154 proc. Indeks ten obejmuje aktywa rynku kapitałowego z 23 krajów, czyli polskie aktywa będą miały niewielki udział [FTSE, 2018].

Agencja FTSE Russel uzasadniła swoją decyzję jako skutek *ciągłej poprawy infrastruktury rynku kapitałowego w Polsce, wspieranej przez stały rozwój gospodarczy kraju* [FTSE, 2018]. Biorąc pod uwagę fakt, iż rozwój gospodarczy Polski obecnie przewyższa tempo w pozostałych krajach europejskich, stąd decyzja ta okazuje się jak najbardziej trafną. Inspiracją do podjęcia tej decyzji bez wątplenia był fakt, iż Polska jest zaliczana do największych gospodarek w Europie Środkowo-Wschodniej czyli regionie, w którym nie zakwalifikowano dotąd żadnego kraju do grupy rynków rozwiniętych. Co istotne, nasz kraj oczekiwał na tzw. liście obserwacyjnej agencji od 2011 roku.

Agencja FTSE Russell to znacząca instytucja, która realizuje zapotrzebowanie na analizy i szereg rozwiązań niezbędnych do analizy i przetwarzania danych rynkowych oraz do ich właściwego kumulowania. Należy do grupy London Stock

Exchange i funkcjonuje od ponad 30 lat. Gracze giełdowi zarządzający aktywami, banki inwestycyjne na całym świecie, zestawiają swoje wyniki inwestycyjne z indeksami agencji.

Biorąc pod uwagę różne kryteria, którymi kierowała się agencja przy przeklasyfikowaniu polskiego rynku kapitałowego, najistotniejszym okazał się wysoki poziom dojrzałości rodzimego rynku w kontekście wielkości gospodarki naszego kraju. Polska jest postrzegana jako najbardziej znacząca gospodarka w regionie, a tym samym jako ważna gospodarka Unii Europejskiej. To wpłynęło w decydującym stopniu na decyzję agencji.

Z uwagi na dotychczasową analizę (w ramach autorskiej koncepcji mapy sprzężeń zachodzących między efektywnością rynkową a kompleksowością (przejrzystością) rachunkowości), słusznym okazuje się stwierdzenie, że badane ogniwa zajmują pozycje w obszarze CC – CB – BC – BB (w odniesieniu do tablicy 3). Należy w tym miejscu podkreślić, że przyjęte założenia i przedziały w ramach macierzy stanowią ważny obszar badania i mogą być fundamentem dalszych analiz. Można zatem stwierdzić, że macierz zależności między efektywnością rynku kapitałowego a przejrzystością (kompleksowością) rachunkowości, czyli koncepcja mapy sprzężeń – zaproponowanej przez autorkę – jest w pełni pionierskim pomysłem na badanie wzajemnych relacji i oddziaływań pomiędzy systemem rachunkowości i rynkiem kapitałowym.

Bibliografia:

1. Czekaj J., Woś M., Żarnowski J. [2001], *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Warszawa, PWN.
2. Di Piazza S.A., Eccles R.C. [2002], *Building Public Trust. The Future of Corporate Reporting*, New York, John Wiley & Sons.
3. Fama E.F. [1970], *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, "Journal of Financial", Vol. 25(2), May.

4. Fama E.F. [1964], *Mandelbrot and Stable Paretian Hypothesis*, in: *The Random Character of Stock Market Prices*, P. Cootner (ed.), MIT Press, MA, Cambridge.
5. Fama E.F. [1965], *Portfolio Analysis in the Stable Paretian Market*, "Management Science", Vol. 11.
6. Fama E.F., French K.R. [1992], *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, "Journal of Finance", Vol. 47.
7. Fama E.F., Miller M.H. [1972], *The Theory of Finance*, New York, Holt, Reinhart and Winston.
8. Fama E.F., Roll R. [1968], *Some Properties of Symmetric Stable Distributions*, "Journal of the American Statistical Association", Vol. 63.
9. Fama E.F., Roll R. [1971], *Parameter Estimates for Symmetric Stable Distributions*, "Journal of the American Statistical Association", Vol. 66.
10. FASB, *Statement of Financial Accounting Concepts – SFAC, SFAC 2 – Cechy jakościowe informacji finansowej*, par. 77., Dokument Rady ds. Standardów Rachunkowości Finansowej.
11. FTSE [2018], *Reclassification of Poland from Advanced Emerging to Developed Market Status*, Index Review Process, Semi-Annual Index Review, September 2018 v1.1
12. Hendriksen E.A., van Breda M.F. [2002], *Teoria rachunkowości*, Warszawa, Wydawnictwo Naukowe PWN.
13. IASC [2007], *Międzynarodowy Standard Rachunkowości 32 Instrumenty finansowe: ujawnianie i prezentacja, Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 2007*, International Accounting Standards Committee, London.
14. Jajuga K., Jajuga T. [1998], *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa, PWN.
15. Mayo H.B. [1997], *Wstęp do inwestowania*, Liber K.E.
16. Moeller R. [2017], *Nowoczesny audyt wewnętrzny*, Oficyna Wolters Kluwer.
17. Noga A. [1993], *Dominacja a efektywna konkurencja*, Warszawa, FNT.
18. Nowak W.A. [2007], *Rachunkowość instrumentów finansowych – pojęcia podstawowe i zasady ogólne*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, nr 38.
19. Raport PwC [2014], *Global Economic Crime Survey 2014*, Raport PwC.
20. Skrzywan S. [1948], *Rachunkowość w przedsiębiorstwie przy gospodarce planowej*, Warszawa.
21. Szyszka A. [2003], *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, AE Poznań.
22. Sharpe W.F. [1970], *Portfolio Theory and Capital Markets*, McGraw-Hill.
23. Wąsowski W. [2010], *Kreatywna rachunkowość, czyli fałszowanie sprawozdań finansowych*, Warszawa, Difin.
24. Winiarska K. [2017], *Audyt wewnętrzny. Teoria i zastosowanie*, Warszawa, Difin.

Dr **Małgorzata Białas-Szymańska**, Instytut Informatyki, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa im. rtm. Witolda Pileckiego w Oświęcimiu.