

---

A N N A L E S  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. LIV, 4

SECTIO H

2020

---

JOANNA BŁACH

jblach@ue.katowice.pl

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

Katedra Finansów, Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń

ul. 1 Maja 47, 40-287 Katowice, Polska

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6546-2172>

GABRIELA ŁUKASIK

lukasikg@interia.pl

Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. Wojciecha Korfańtego w Katowicach.

Katedra Rachunkowości i Finansów

ul. Harcerzy Września 3, 40-659 Katowice, Polska

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8315-0538>

*Znaczenie informacji o wartości przedsiębiorstwa dla kształtowania efektywnych relacji inwestorskich*

---

The Importance of Information about the Value of a Company in the Context of Effective Investor Relations

**Keywords:** economic value; market value; book value; asymmetric information; annual report

**Słowa kluczowe:** wartość ekonomiczna; wartość rynkowa; wartość księgową; asymetria informacji; raport roczny

**JEL:** G32; G11; G14; L21

**Propozycja cytowania:** Błach, J., Łukasik, G. (2020). Znaczenie informacji o wartości przedsiębiorstwa dla kształtowania efektywnych relacji inwestorskich. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia*, Vol. 54, No. 4.

### Abstract

**Theoretical background:** The article addresses the issues of investor relations and information policy of a company in relation to information required by investors to evaluate a company. The article draws attention to various categories of value and ways of measuring it. The importance of information on the cost of capital and risk for the fair company valuation is also discussed.

**Purpose of the article:** Identification of various categories of value and ways of measurement in the context of effective investor relations and determination of the scope and content of information related to the company valuation required by investors, with practical verification of the usefulness of information provided to investors (based on a case study).

**Research methods:** The study is of a conceptual nature – theoretical considerations are based on literature review aiming at identification of the scope and content of information adequate to investors' expectations and empirical illustration is based on a case study in which the method of content analysis is used to analyse the information disclosed by a selected Polish company.

**Main findings:** The article indicates the necessity and scope of required information for a proper company valuation. Practical verification of the content and scope of information provided to investors indicated a significant information gap, which results from both insufficient legal regulations in this respect, non-compliance with European requirements, as well as the lack of understanding by investors and issuers of the importance of effective investor relations for the proper valuation of companies in the capital market.

### Abstrakt

**Uzasadnienie teoretyczne:** W artykule podjęto problematykę kształtowania relacji inwestorskich i polityki informacyjnej w zakresie informacji niezbędnych inwestorom w ocenie wartości przedsiębiorstwa. Ponadto zwrócono uwagę na różne kategorie wartości przedsiębiorstwa i sposoby jej pomiaru. Uwzględniono również znaczenie informacji o koszcie kapitału i ryzyku dla prawidłowej oceny wartości przedsiębiorstwa.

**Cel artykułu:** Identyfikacja kategorii wartości przedsiębiorstwa i dyskusyjnych problemów jej pomiaru w powiązaniu z kształtowaniem efektywnych relacji inwestorskich przedsiębiorstwa oraz wyznaczenie zakresu i treści informacji związanych z wartością przedsiębiorstwa, niezbędnych dla właściwych decyzji inwestorów z praktyczną weryfikacją przydatności informacji przekazywanych przez spółki (*case study*).

**Metody badawcze:** Opracowanie ma charakter koncepcyjny – rozważania teoretyczne oparte na studiach literatury uzupełniono studium przypadku, w którym wykorzystano metodę analizy treści komunikatów pisemnych wybranego przedsiębiorstwa (*content analysis*).

**Główne wnioski:** W artykule wskazano na konieczność i zakres niezbędnej informacji dla właściwej oceny wartości przedsiębiorstwa. Praktyczna weryfikacja treści i zakresu informacji przekazywanej inwestorom ujawniła znaczną lukę informacji, co wynika zarówno z niedostatecznych regulacji prawnych w tym zakresie, nieprzestrzegania wymogów europejskich, jak i z braku zrozumienia przez inwestorów i emitentów wagi prawidłowych relacji inwestorskich dla właściwej wyceny spółek na rynku kapitałowym.

### Wprowadzenie

Prawidłowe kształtowanie relacji inwestorskich wymaga rozszerzenia zakresu przekazywanych informacji w stosunku do systemu tradycyjnego o nowe elementy związane z oceną wartości przedsiębiorstwa. Efektywne relacje inwestorskie – oparte na dwustronnej, interaktywnej komunikacji – ułatwiają dotarcie do inwestorów, zrozumienie ich oczekiwań dotyczących źródeł wartości oraz prawidłową ocenę reakcji rynku na informacje, a także pozwalają na wskazanie obszarów konfliktów między inwestorami i menedżerami, co w rezultacie umożliwia uzyskanie właściwej wyceny rynkowej

przedsiębiorstwa (Chatlos, 1984, s. 84–101). Należy zaznaczyć, że o efektywności relacji inwestorskich świadczy zdolność do osiągnięcia wskazanych celów komunikacji finansowej przy zużyciu minimalnej ilości czasu, nakładów pracy oraz innych potrzebnych środków (Cornelissen, 2010).

Badania empiryczne potwierdzają znaczenie relacji inwestorskich dla wartości rynkowej przedsiębiorstwa, co łączy się z poprawą wizerunku spółki na rynku oraz ze zwiększonym zainteresowaniem inwestorów, analityków finansowych i specjalistycznych mediów (Brennan & Tamarowski, 2005, s. 26–37; Bushee & Miller, 2012, s. 867–897). Zmniejszenie asymetrii informacji pomiędzy przedsiębiorstwem a inwestorami prowadzi do wzrostu płynności akcji i ograniczenia ich zmienności (Agarwal, Taffler, Bellotti, & Nash, 2016, s. 31–50; Chapman, Miller, & White, 2019, s. 105–131).

Cele niniejszego artykułu są następujące:

- identyfikacja kategorii wartości przedsiębiorstwa i dyskusyjnych problemów jej pomiaru w powiązaniu z kształtowaniem efektywnych relacji inwestorskich przedsiębiorstwa,
- wyznaczenie zakresu i treści informacji związanych z wartością przedsiębiorstwa, niezbędnych dla właściwych decyzji inwestorów, z praktyczną weryfikacją przydatności informacji przekazywanych przez spółki (*case study*).

W ramach tak sformułowanego celu poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

1. W jakim stopniu istotne jest wykorzystanie w ocenach inwestorów kategorii wartości rynkowej, ekonomicznej i księgowej?
2. Jakiego rodzaju informacje są ważne dla inwestorów w kontekście właściwej komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem finansowym?
3. W jakim zakresie informacje przekazywane przez badany podmiot odpowiadają potrzebom inwestorów w odniesieniu do możliwości oceny jego wartości?

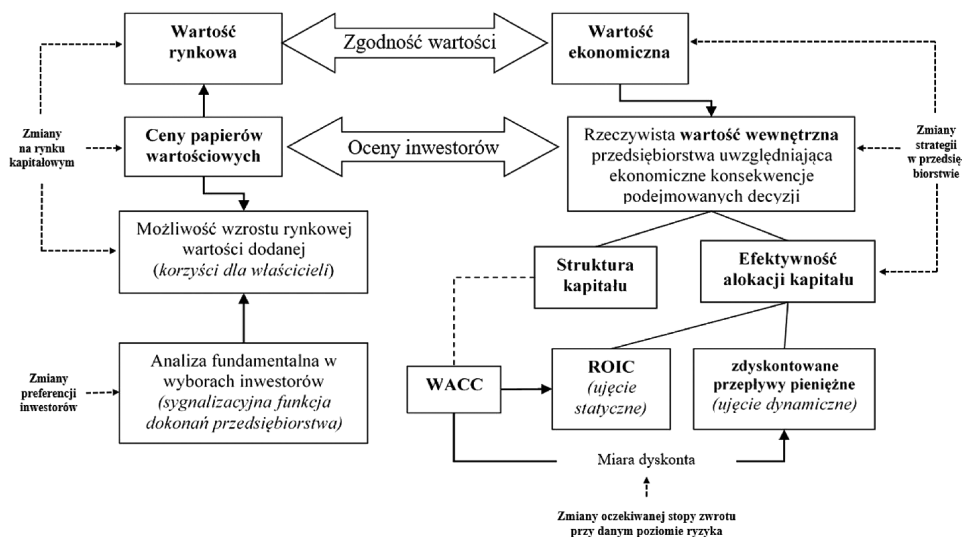
Opracowanie ma charakter koncepcyjny – rozważania teoretyczne oparte na studiach literatury uzupełniono o studium przypadku, w którym wykorzystano metodę analizy treści komunikatów pisemnych wybranego przedsiębiorstwa.

### **Kategoria wartości przedsiębiorstwa – dyskusyjne problemy pomiaru i oceny**

Koncepcje systemów informacyjnych i polityki przedsiębiorstw w tym zakresie akcentują konieczność eksponowania danych o wartości z uwzględnieniem perspektywy długoterminowej i przyjętych strategii rozwojowych.

Kategoria wartości przedsiębiorstwa może być jednak w różny sposób rozumiana i oceniana (Karmańska, 2009, s. 142–150). Wynika to z różnego podejścia do oceny zdolności przedsiębiorstwa do tworzenia korzyści dla właścicieli, a tym samym do efektów jego dokonań, z uwzględnieniem zmian na rynku kapitałowym i zmian strategii przedsiębiorstwa.

Kategorię wartości przedsiębiorstwa można rozpatrywać w kilku układach, z wyróżnieniem wartości rynkowej, ekonomicznej i indywidualnej dla konkretnego inwestora oraz wartości księgowej (bilansowej). Ważne jest wyróżnienie głównych cech wartości rynkowej w stosunku do wartości ekonomicznej, pozwalającej ocenić lukę wartości jako miary asymetrii informacji oraz stopnia efektywności alokacyjnej rynku kapitałowego i relacji inwestorskich (rysunek 1).



**Rysunek 1.** Wartość rynkowa i ekonomiczna w powiązaniu ze zmianami na rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne.

Należy również zwrócić uwagę na podstawowe miary wyróżnionych kategorii wartości, takie jak:

- ekonomiczna wartość dodana (syntetyczna ocena wartości ekonomicznej – EVA) w ujęciu statycznym i dynamicznym,
- stopa zwrotu oparta na oczekiwanych, przyszłych przepływach pieniężnych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu (WACC),
- rynkowa wartość dodana (MVA), rozumiana jako różnica między wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego wartością księgową.

Badania empiryczne poddają ocenie zależności pomiędzy EVA a ceną rynkową i wartością księgową akcji. Niektóre z nich wskazują na bliższy związek ceny rynkowej akcji z EVA niż z wynikami księgowymi (Haddad, 2012, s. 6–14). EVA jest traktowana jako główny czynnik determinujący wartość rynkową akcji ze względu na jej wpływ na poprawę efektywności zarządzania przedsiębiorstwem (Ferguson, Rentzler, & Yu, 2005, s. 101–113).

Wybór przez inwestorów kategorii wartości i sposobu jej pomiaru wzbudza jednak wiele dyskusji (Mir & Seboui, 2006, s. 242–254). Dotyczą one nie tylko preferencji inwestorów do wyróżniania określonych kategorii i miar oceny wartości, lecz także dostępu do informacji umożliwiających prawidłową ocenę. Szczególnie kontrowersje dotyczą sposobu wyznaczenia kosztu kapitału i związanego z tym ryzyka. Z punktu widzenia inwestorów koszt kapitału rozumie się jako oczekiwaną stopę zwrotu przy danym poziomie ryzyka, w określonych warunkach rynkowych. Wymaga to założenia, że inwestorzy reagują na informacje zarówno dotyczące ryzyka struktury kapitału, jak i efektywności jego wykorzystania, i to nie tylko w ujęciu retrospektywnym i prospektywnym.

Wyznaczenie premii za ryzyko podejmowane przez inwestora nie może opierać się wyłącznie na danych historycznych z założeniem, że kapitałodawcy oczekują w przyszłości stopy zwrotu zbliżonej do stopy aktualnej. Nie ma też jednej premii za ryzyko, a brak homogeniczności oczekiwań inwestorów co do przyszłości i kierunku rozwoju przedsiębiorstwa może wpływać na odmienne szacunki premii różnych grup inwestorów. Właściwe ustalenie średniego kosztu kapitału (WACC) może się zatem różnić w zależności od przyjętych założeń, z dużym subiektywizmem i błędem szacunku. Z kolei poziom kosztu kapitału wpływa na ocenę aktualnej wartości szacowanych przepływów pieniężnych.

Inwestor musi mieć świadomość podejmowanego ryzyka, ponieważ to pozwala podjąć decyzję o kontynuacji inwestycji, wejściu kapitałowym do nowej spółki czy zmianie wartości i warunków inwestycji. Związek ryzyka z wartością można rozpatrywać, biorąc pod uwagę oczekiwanie wyższych przepływów pieniężnych, spadek (wzrost) stopy dyskontowej czy też zwiększenie różnicy między rzeczywistą a minimalną stopą zwrotu. Ryzyko jest podstawą dla oceny przyszłych czynników kreacji wartości, a to sprawia, że raportowanie ryzyka stanowi istotny element efektywnych relacji inwestorskich.

### **Zakres informacji o działalności i dokonaniach spółki dla prawidłowej oceny wartości**

Problem zakresu informacji przekazywanych inwestorom można rozpatrywać w dwóch aspektach: w odniesieniu do obowiązków informacyjnych wynikających z regulacji prawnych unijnych i krajowych (lista obowiązujących regulacji prawnych: GPW, 2020) oraz do własnej polityki informacyjnej przedsiębiorstwa (czyli dobrowolnego informowania społeczności finansowej), które wyznaczają ramy relacji inwestorskich. Chodzi nie tylko o okresowe publikowanie wyników finansowych (w ujęciu retrospektywnym), lecz także o informacje prospektywne, ze wskazaniem czynników determinujących sytuację przedsiębiorstwa w przyszłości, w tym strategii rozwoju, zasad ładu korporacyjnego, założeń polityki dywidendy, działań w obszarze CSR, wizji, misji i celów przedsiębiorstwa oraz sposobów ich osiągnięcia w dłuższej perspektywie.

Polityka informacyjna przedsiębiorstwa, decydująca zarówno o prawidłowym wyznaczeniu wartości, jak i o kształtowaniu efektywnych relacji inwestorskich, pozwala również na budowę i utrzymanie kapitału zaufania warunkującego zintegrowaną komunikację z uczestnikami rynku, a w wymiarze makroekonomicznym – na budowę zrównoważonego systemu finansowego odpowiadającego wymaganiom odpowiedzialności społecznej (Strauss, 2018, s. 2–16). Relacje inwestorskie stanowią element zarządzania strategicznego przedsiębiorstwa, łączący w sobie zagadnienia finansowe, prawne oraz z zakresu polityki informacyjnej i marketingu, których celem jest kształtowanie dwustronnej, interaktywnej komunikacji z uczestnikami rynku finansowego w celu budowy kapitału zaufania do przedsiębiorstwa oraz zapewnienia właściwej wyceny rynkowej (zob. przegląd definicji relacji inwestorskich z perspektywy różnych dyscyplin, m.in. komunikacji korporacyjnej, public relations, zarządzania strategicznego, finansów korporacyjnych i rynków finansowych w powiązaniu z analizą pełnionych przez nie funkcji: Cole, 2004; Łukasik, 2013, s. 12–16). Prawidłowo prowadzone relacje inwestorskie, z wykorzystaniem różnych narzędzi, instrumentów i kanałów komunikacji (tradycyjnych i elektronicznych), pozwalają na kształtowanie pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa na rynku finansowym, przyciągnięcie uwagi i utrzymanie zainteresowania analityków finansowych i inwestorów oraz przedstawienie najpełniejszego obrazu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i jego perspektyw rozwojowych (Craven & Marston, 1997; Ryan & Jacobs, 2005). Relacje inwestorskie pozwalają na ograniczenie luki informacyjnej, zwiększenie płynności akcji przedsiębiorstwa, a także obniżenie kosztu kapitału, dzięki czemu umożliwiają odkrycie prawdziwej wartości przedsiębiorstwa (Bushee & Miller, 2012; Laskin, 2011; Łukasik, 2013). Pozytywny związek jakości relacji inwestorskich z sytuacją przedsiębiorstwa na rynku finansowym i jego wyceną rynkową potwierdzają wyniki wielu badań empirycznych (m.in. Agarwal i in., 2016; Belotti, Agarwal, & Taffler, 2010; Deming, Yanchao, & Qingquan, 2007). Efektywność relacji inwestorskich jest pochodną poniesionych na tę aktywność nakładów oraz osiągniętych, założonych efektów, którą ilustruje stopa zwrotu z relacji inwestorskich (*return on investor relations*, ROIR), nawiązująca w swej konstrukcji do stopy zwrotu z inwestycji (Dziawgo, 2011). Przy czym na koszty relacji inwestorskich składają się koszty bieżące (rzeczywiście poniesione) i koszty hipotetyczne (potencjalne), które dotyczą ryzyka wynikającego z braku odpowiednich działań czy niewłaściwego wykorzystania informacji o przedsiębiorstwie przez społeczność finansową. W odniesieniu do efektów istotne jest wyróżnienie efektów analizowanych według grup docelowych odbiorców relacji inwestorskich (jak np. analitycy finansowi, media, inwestorzy indywidualni i instytucjonalni) oraz w podziale na efekty ilościowe (m.in. pokrycie medialne, struktura własności, płynność akcji, cena rynkowa akcji) i jakościowe (wizerunek przedsiębiorstwa) (zob. szczegółową analizę kosztów i efektów relacji inwestorskich decydujących o ich efektywności w: Łukasik, 2013, s. 46–51).

Bazą informacyjną o przedsiębiorstwie, udostępnianą w ramach prowadzonych relacji inwestorskich, jest sprawozdawczość finansowa, uwzględniająca zasoby (ma-

jątkowe i kapitałowe), wyniki przedsiębiorstwa, strumienie pieniężne i ich zmiany wskazujące na zdolność przedsiębiorstwa do generowania środków pieniężnych.

System informacji prospektywnej powinien zapewnić możliwość oceny: 1) przyszłej strategii przedsiębiorstwa; 2) ryzyka i zmiany ekspozycji na ryzyko; 3) zmian w działalności operacyjnej i finansowej; 4) przyszłych realnych wpływów i wydatków gotówkowych; 5) zdarzeń, które mogą w przyszłości wpływać na działalność przedsiębiorstwa. Chodzi o to, aby inwestorzy zrozumieli i zaakceptowali strategię przedsiębiorstwa oraz by długookresowo oceniali swoje korzyści, z możliwością wyznaczenia „godziwej” wartości akcji (*fair value*).

Odrębnym obszarem systemu informacji są odpowiednie wskaźniki pozwalające na weryfikację znaczenia danych udostępnionych przez spółki, zwłaszcza tych, które wykraczają poza powszechny obowiązek informacyjny (w tym raportowanie ryzyka). W tym zakresie istotne jest przekazywanie informacji związanych z ryzykiem i właściwe raportowanie ryzyka (Karmańska, 2008, s. 398; Linsley & Shrides, 2006, s. 38). Inną kwestią są informacje dotyczące tzw. kapitału intelektualnego, określającego niematerialne aktywa wpływające na wartość rynkową przedsiębiorstwa i jej relacje w stosunku do wartości księgowej. Dane te wzbogacają wiedzę inwestorów o kierunku rozwoju przedsiębiorstw.

Zawsze jednak istotne jest uwzględnienie indywidualnego podejścia inwestorów do oczekiwanego zakresu niezbędnej informacji, zdolności do percepcji i przetworzenia danych oraz ograniczeń z tym związanych, wynikających z różnych preferencji, emocji, iluzji poznawczych, wiedzy czy zdolności do samodzielnego podejmowania decyzji. Odpowiada to założeniom nurtu behawioralnego w świecie finansów, z wyróżnieniem psychologicznego mechanizmu zachowań uczestników rynku (szerzej: Szyszka, 2009).

### **Praktyczna weryfikacja przydatności informacji o wartości przedsiębiorstwa**

W celu oceny przydatności informacji dla inwestorów z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa zbadano przypadek KGHM Polska Miedź S.A. (dalej: KGHM). Wybór spółki jest uzasadniony i wynika z kilku przesłanek. KGHM należy do największych polskich przedsiębiorstw i prowadzi działalność na skalę międzynarodową, co pozwala zaliczyć tę spółkę do liderów promujących różne działania na rynku krajowym, w tym z zakresu relacji inwestorskich i polityki informacyjnej. Akcje spółki zaliczane są do różnych indeksów, m.in. WIG20 oraz WIG-ESG, co wskazuje na ich znaczenie dla inwestorów. Relacje inwestorskie i raporty spółki są wysoko oceniane przez niezależne podmioty<sup>1</sup>. Przesłanki te pozwalają na przyjęcie założenia,

---

<sup>1</sup> W 2019 roku spółka otrzymała nagrodę „The Best of The Best” za raport roczny w konkursie „The Best Annual Report”, organizowanym przez Instytut Rachunkowości i Podatków. Raport Zrównoważony spółki również otrzymał wyróżnienie (zob. KGHM Polska Miedź, 2019).

że informacje przekazywane interesariuszom przez KGHM powinny zawierać dane przydatne inwestorom w ocenie wartości spółki<sup>2</sup>. Mogą więc one stanowić przedmiot analizy w ramach opisywanego studium przypadku.

Dla weryfikacji przydatności informacji prezentowanych przez spółkę przeprowadzono analizę treści najbardziej aktualnych, dostępnych źródeł informacji, tj. skonsolidowanego raportu rocznego RS 2019 (KGHM Polska Miedź, 2020) oraz informacji zamieszczonych na stronie korporacyjnej (według stanu na koniec kwietnia 2020 roku – <https://kghm.com/pl>)<sup>3</sup>. Zbiorcze zestawienie wyników przeprowadzonej analizy zawiera tabela 1.

**Tabela 1.** Informacje dotyczące wartości przedsiębiorstwa

Kategoria	Zakres informacji
Wartość	
Księgowa	– wyniki finansowe, sytuacja majątkowo-kapitałowa
Rynkowa	– aktualna cena rynkowa akcji
Ekonomiczna	– brak bezpośrednich odwołań
Czynniki kreacji wartości	
Bezpośrednie	– wzrost produkcji, wzrost przychodów ze sprzedaży, wzrost EBITDA, optymalizacja struktury finansowania, zabezpieczenie płynności finansowej – optymalizacja procesów produkcyjnych, projekty rozwojowe, inwestycje – źródła przewagi konkurencyjnej – ekosystem innowacji (strategia innowacji)
Pośrednie	– założenia polityki dywidendy – pracownicy jako najcenniejszy kapitał – partnerstwo z interesariuszami dla realizacji 17 celów zrównoważonego rozwoju – redystrybucja dóbr, podział zysków dla interesariuszy – zgodność z prawem, przestrzeganie praw człowieka, kodeks etyczny, kodeks postępowania, zasady społecznej odpowiedzialności, ład korporacyjny
Ryzyko	– zarządzanie ryzykiem dla budowy przewagi konkurencyjnej (szanse i zagrożenia) – czynniki ryzyka makroekonomicznego – ryzyko finansowe
Koszt kapitału	– koszt kapitału własnego: brak informacji – koszt kapitału obcego: ogólna informacja o poziomie oprocentowania zadłużenia na podstawie stopy WIBOR + marża – koszt finansowania zewnętrznego przyjęty do obliczeń: 3,7% – WACC: brak informacji

Źródło: opracowanie własne.

<sup>2</sup> Relacje inwestorskie nie są obowiązkowe, ale giełda zaleca emitentom prowadzenie aktywnej polityki informacyjnej. Dokument *Rekomendowane praktyki komunikacji spółek notowanych z inwestorami indywidualnymi* (Akcjonariat Obywatelski, 2014) zawiera wytyczne dla emitentów tym zakresie. KGHM kieruje się także rekomendacjami ze zbioru *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016* (GPW, 2016).

<sup>3</sup> Znaczenie strony korporacyjnej dla prowadzenia relacji inwestorskich, wyceny akcji i możliwości obniżenia kosztu kapitału potwierdzają badania empiryczne (zob. np. Nel, Smit, & Brummer, 2019, s. 36–48).

Na podstawie analizy można stwierdzić, że sposób przedstawiania danych odnoszących się do wartości przedsiębiorstwa nie jest doskonały. Pomimo tego, że prezentowanych jest wiele informacji, które można powiązać z czynnikami kreacji wartości, pozostaje pewna luka informacyjna. Niektóre dane, niezbędne dla właściwej oceny wartości spółki, nie są dostępne w ogóle (np. koszt kapitału własnego), inne zaś są podawane w ograniczonym zakresie (np. koszt kapitału obcego). Na podstawie tych danych, z zastosowaniem określonych modeli ekonometrycznych, możliwe jest prognozowanie przyszłej wartości księgowej, a nawet rynkowej (z uwzględnieniem wpływu zmian w otoczeniu spółki). Niestety, ocena wartości ekonomicznej jest utrudniona – nie tylko nie ma żadnych odwołań do tej kategorii, lecz także brakuje danych niezbędnych do przeprowadzenia jej samodzielnej analizy. Wymaga to od inwestora poszukiwania informacji na temat niezbędnych parametrów finansowych w innych źródłach: raportach analityków finansowych, danych rynkowych itd.<sup>4</sup> Poza tym często występująca w raportach kategoria wartości przedsiębiorstwa nie jest doprecyzowana, co może utrudniać inwestorom jej rozumienie.

W kontekście przeprowadzonej analizy warto również zwrócić uwagę na sposób rozpatrywania wartości według standardu Global Reporting Initiative (GRI 201-1), uwzględniającego zarówno wytworzoną wartość ekonomiczną, jak i wartość podzieloną (EVG&D), tj. płatności na rzecz inwestorów, państwa, społeczności lokalnej, programów społecznych, prozdrowotnych czy ochrony środowiska. W raporcie zintegrowanym KGHM za rok 2019 w części dotyczącej wskaźnika GRI 201-1 przedstawiono szczegółową informację na temat struktury i wartości generowanych przychodów, ponoszonych kosztów działalności operacyjnej czy struktury zadłużenia. Brakuje jednak bezpośredniej informacji o ekonomicznej wartości generowanej i podzielonej. Analiza raportów innych podmiotów (np. PKN Orlen, PGNiG) wskazuje na zróżnicowane podejście do raportowania wartości ekonomicznej pomimo zastosowania tego samego standardu GRI 201-1.

## Zakończenie

Potrzeby współczesnych rynków finansowych oraz konieczność spełnienia oczekiwań inwestorów wymagają nowego spojrzenia na system informacji przekazywanych uczestnikom rynku i związaną z tym politykę informacyjną, z uwzględnieniem zarówno informacji historycznych, jak i prognostycznych. Właściwe wyznaczenie oczekiwanej wartości przedsiębiorstwa wiąże się z dostępem do szeregu danych, w tym głównie kosztu kapitału, oczekiwanej stopy zwrotu, szacunku przyszłych przepływów pieniężnych dla różnych scenariuszy rozwoju, z uwzględnieniem pozycji przedsiębiorstwa w łańcuchu wartości. Ważne jest więc pytanie, czy aktualne

---

<sup>4</sup> Brak regularnych wypłat dywidendy ogranicza możliwość zastosowania modelu zdyskontowanych dywidend do oszacowania kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa.

standardy i regulacje prawne odpowiadają potrzebom rynku i zapewniają pełny, wiarygodny, zrozumiały i użyteczny system informacji stanowiący podstawę efektywnych relacji inwestorskich.

Odpowiadając na tak postawione pytanie badawcze, przeprowadzono analizę praktycznych rozwiązań stosowanych w ramach relacji inwestorskich. Jej wyniki wskazują, że aktualnie najważniejszym instrumentem komunikacji z interesariuszami jest strona korporacyjna przedsiębiorstwa, która może być cennym źródłem informacji dostarczanych inwestorom w sposób ciągły. Strona korporacyjna jest bazą do prowadzenia relacji inwestorskich, tworzy bowiem zintegrowaną platformę dla przekazywania informacji o różnorodnym charakterze, pochodzących z różnych źródeł, w tym spoza spółki (Bollen, Hassink, & Bozic, 2006, s. 273–298).

Równoległe do tworzenia treści na stronach internetowych przebiegają prace nad przygotowaniem raportów okresowych z działalności spółki, z uwzględnieniem połączenia informacji finansowych i niefinansowych, danych ilościowych i jakościowych, obrazujących różne aspekty i wymiary działalności przedsiębiorstwa. Zintegrowane podejście do raportowania pozwala na szersze spojrzenie na czynniki kreacji wartości, z uwzględnieniem wymiaru ekonomicznego, społecznego i środowiskowego oddziaływania przedsiębiorstwa na otoczenie i relacje z interesariuszami (Adams, 2017, s. 906–931). Właściwie przygotowane raporty przedsiębiorstwa mogą być wykorzystywane do zarządzania wrażeniem (*impression management*), co sprawia, że ich informacyjny charakter zostaje poszerzony o kontekst behawioralny i motywacje społeczne. Sposób prezentowania informacji i użycie określonych zwrotów pozwalają wpływać na to, jak postrzegane są działania i wyniki spółki oraz jak określana jest wartość przedsiębiorstwa, a także nawet pozwalają manipulować decyzjami interesariuszy. Dotyczy to głównie tych części raportów, które w mniejszym stopniu podlegają regulacjom prawnym (Diouf & Boiral, 2017, s. 643–667).

W niniejszym artykule wskazano na konieczność i zakres niezbędnej informacji dla właściwej oceny wartości przedsiębiorstwa. Praktyczna weryfikacja treści i zakresu informacji przekazywanej inwestorom wskazała na znaczną lukę informacji, co wynika zarówno z niedostatecznych regulacji prawnych w tym zakresie, nieprzestrzegania wymogów europejskich, jak i z braku zrozumienia przez inwestorów i emitentów wagi i znaczenia prawidłowych relacji inwestorskich dla właściwej wyceny spółek na rynku kapitałowym. Problem jest więc otwarty i wymaga dalszych badań i ocen.

## Bibliografia

- Adams, C. (2017). Conceptualising the contemporary corporate value creation process. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 30(4). doi:10.1108/AAAJ-04-2016-2529
- Agarwal, V., Taffler, R.J., Bellotti, X., & Nash, E.A. (2016). Investor Relations, Information Asymmetry and Market Value. *Accounting and Business Research*, 46(1), 31–50. doi:10.1080/00014788.2015.1025254

- Akcjonariat Obywatelski. (2014). *Rekomendowane praktyki komunikacji spółek notowanych z inwestorami indywidualnymi*. Pobrane z: [www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/foldery/Rekomendowane\\_praktyki\\_2014\\_final.pdf](http://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/foldery/Rekomendowane_praktyki_2014_final.pdf)
- Bellotti, X., Agarwal, V., & Taffler, R. (2010). The value relevance of effective investor relations. *Financial Management*.
- Bollen, L., Hassink, H., & Bozic, G. (2006). Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: A multinational empirical analysis. *International Journal of Accounting Information Systems*, 7(4), 273–298. doi:10.1016/j.accinf.2006.04.005
- Brennan, M.J., & Tamarowski, C. (2005). Investor Relations, Liquidity and Stock Prices. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 26–37. doi:10.1111/j.1745-6622.2000.tb00017.x
- Bushee, B.J., & Miller, G.S. (2012). Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. *The Accounting Review*, 87(3), 867–897. doi:10.2308/accr-10211
- Chapman, K., Miller, G.S., & White, H.D. (2019). Investor Relations and Information Assimilation. *The Accounting Review*, 94(2), 105–131. doi: 10.2308/accr-52200
- Chatlos, S.E. (1984). Investor relations. W: B. Cantor (ed.), *Experts in Action: Inside Public Relations* (s. 84–101). New York: Longman.
- Cole, B.M. (2004). *The New Investor Relations: Expert Perspective on the State of Art*. Princeton: Bloomberg Press.
- Cornelissen, J. (2010). *Komunikacja korporacyjna. Przewodnik po teorii i praktyce*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Craven, B.M., & Marston, C.L. (1997). Investor relations and corporate governance in large UK companies. *Scholarly Research and Theory Papers*, 5(3), 137–151. doi:10.1111/1467-8683.00054
- Deming, Y., Yanchao, W., & Qingquan, X. (2007). Investor-relations management, corporate governance and firm value. *Nankai Business Review*, 3.
- Diouf, D., & Boiral, O. (2017). The quality of sustainability reports and impression management. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(3). doi:10.1108/AAAJ-04-2015-2044
- Dziawgo, D. (2011). *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*. Warszawa: PWN.
- Ferguson, R., Rentzler, J., & Yu, S. (2005). Does Economic Value Added (EVA) improve stock performance or profitability? *Journal of Applied Finance*, 15(2), 101–113.
- GPW. (2016). *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016*. Pobrane z: [www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW\\_1015\\_17\\_DOBRE\\_PRAKTYKI\\_v2.pdf](http://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf)
- GPW. (2020). *Obowiązki informacyjne*. Pobrane z: [www.gpw.pl/obowiazki-informacyjne](http://www.gpw.pl/obowiazki-informacyjne)
- Haddad, F.S. (2012). The relationship between economic value added and stock returns: evidence from Jordanian banks. *International Research Journal of Finance and Economics*, 89(1), 6–14.
- Karmańska, A. (2009). *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*. Warszawa: Difin.
- Karmańska, A. (red.). (2008). *Ryzyko w rachunkowości*. Warszawa: Difin.
- KGHM Polska Miedź. (2019). *The Best Of The Best dla Raportu rocznego KGHM. Wyróżnienie za Raport Zrównowazony*. Pobrane z: <https://media.kghm.com/pl/nagrody/best-best-dla-raportu-rocznego-kghm-wyroznienie-za-raport-zrownowazony>
- KGHM Polska Miedź. (2020). *Raporty finansowe*. Pobrane z: <https://kghm.com/pl/inwestorzy/prezentacje/raporty-finansowe>
- Laskin, A.V. (2011) How Investor Relations Contributes to the Corporate Bottom Line. *Journal of Public Relations Research*, 23(3), 302–324. doi:10.1080/1062726X.2011.582206
- Linsley, P.M., & Shrivs, P.J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387–404. doi:10.1016/j.bar.2006.05.002
- Łukasik, G. (red.). (2013). *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*. Warszawa: Difin.
- Mir, A., & Seboui, S. (2006). Corporate governance and earnings management and the relationship between economic value added and created shareholder value. *Journal of Asset Management*, 7, 242–254. doi:10.1057/palgrave.jam.2240216

- Nel, G.F., Smit, E.v.d.M., & Brummer, L.M. (2019). The Impact of Internet Investor Relations on the Cost of Capital: Evidence from Companies Listed on the Johannesburg Stock Exchange. *Australian Accounting Review*, 29(1), 36–48. doi:10.1111/auar.12216
- Ryan, T.M., & Jacobs, Ch.A. (2005). *Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation*. Hoboken: Wiley Finance.
- Strauss, N. (2018). The role of trust in investor relations: a conceptual framework. *Corporate Communications: An International Journal*, 23(1). doi:10.1108/CCIJ-04-2017-0026
- Szyszkła, A. (2009). *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.