

**Gabriela Łukasik**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# **KONTROWERSJE WOKÓŁ POLITYKI INFORMACYJNEJ SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH WOBEC INWESTORÓW**

## **Wprowadzenie**

Szczególną rolę w kształtowaniu właściwych, przejrzystych i efektywnych relacji inwestorskich odgrywa polityka informacyjna spółek kapitałowych wobec uczestników rynku finansowego. Chodzi nie tylko o okresowe publikowanie wyników finansowych dotyczących przeszłości przedsiębiorstwa, ale i uwzględnienie informacji prospektywnych, dotyczących głównie: wartości, ryzyka i społecznej odpowiedzialności biznesu. W artykule przedstawiono główne, dyskusyjne zagadnienia wymagające szerszych, dalszych badań zarówno w zakresie relacji inwestorskich, standardów rachunkowości, jak i systemu raportowania działań oraz wyników przedsiębiorstwa.

## **1. Podstawy polityki informacyjnej spółek kapitałowych a oczekiwania inwestorów**

Istotnym problemem funkcjonowania współczesnych rynków kapitałowych są konflikty interesów między jego uczestnikami, wynikające głównie z: asymetrii informacji, rozdzielenia funkcji zarządzania i funkcji własności oraz odmiennych oczekiwań głównych podmiotów rynku. Asymetria informacji i związana z tym efektywność informacyjna powodują, że uczestnicy rynku są w różny sposób informowani o ważnych zdarzeniach decydujących o cenach instrumentów rynkowych. Luka informacji i trudność w komunikacji rynkowej powodują nie tylko wyższe ryzyko inwestycyjne i wyższą oczekiwaną stopę zwrotu inwe-

stycji, ale i ograniczają realizację korzystnych transakcji rynkowych. Asymetria informacji może dotyczyć:

- ukrytego działania przedsiębiorstwa, które ze względu na kanały dostępu do informacji i możliwości ich uzyskania nie może być właściwie ocenione przez inwestora,
- ukrytej wiedzy, do której inwestor nie ma dostępu, co może powodować podejmowanie przedsięwzięć z ryzykiem przekraczającym poziom akceptowany przez inwestora.

W konsekwencji sytuacja różnego dostępu do informacji może powodować<sup>1</sup>:

- podejmowanie przedsięwzięć zmieniających klasę ryzyka przedsiębiorstwa,
- wykorzystanie wolnych operacyjnych przepływów pieniężnych niezgodnie z interesem kapitałodawców,
- ograniczenia w selekcji i klasyfikacji aktywów finansowych pod względem ich jakości inwestycyjnych,
- fałszywe przekonanie potencjalnych inwestorów o wyższej wartości przedsiębiorstwa w stosunku do faktycznej jego siły ekonomicznej,
- dobór złożonych instrumentów finansowych bez możliwości oceny i monitorowania dodatkowego ryzyka przez rozdrobnionych akcjonariuszy,
- ukrycie nieefektywnych decyzji ograniczających ocenę rzeczywistego poziomu ryzyka,
- wzrost ryzyka nieskutecznej emisji akcji na rynku pierwotnym i związanej z tym nieuzasadnionej zmienności cen akcji na rynku wtórnym.

Właściwa polityka informacyjna przedsiębiorstwa stanowi główny element komunikacji z rynkiem, gwarantujący efektywne relacje inwestorskie. Dostęp do aktualnej i wiarygodnej informacji zwiększa zaufanie i bezpieczeństwo inwestorów, przyciąga inwestorów długoterminowych, eliminuje niepewność towarzyszącą inwestycjom na rynku, a tym samym pozwala obniżyć koszty kapitału. Spółki znane z rzetelnej polityki inwestycyjnej w sytuacji przejściowych trudności i „zawirowań” rynkowych będą w mniejszym stopniu narażone na niekontrolowane spadki cen. Polityka informacyjna przedsiębiorstwa dotyczy różnych aspektów jego działalności, a zadania podejmowane w tym obszarze związane z pozycją przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym stanowią jeden z elementów szerszej koncepcji zarządzania strategicznego<sup>2</sup>. Stąd też słuszne jest stwierdzenie

<sup>1</sup> G. Łukasik: *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo UE w Katowicach, Katowice 2010, s. 37.

<sup>2</sup> J. Błach: *Polityka informacyjna spółek publicznych wobec ryzyka nieskutecznej emisji akcji*. W: *Zjawiska kryzysowe a decyzje finansowe przedsiębiorstwa*. Red. K. Znaniecka, M. Gorczyńska. „Zeszyty Naukowe Studia Ekonomiczne”. UE w Katowicach, Katowice 2011.

nie, że polityka informacyjna przedsiębiorstw staje się kluczowym narzędziem kształtowania wizerunku podmiotów, a działy relacji inwestorskich aspirują do roli kreatorów sukcesu przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. Informacje ujęte w tradycyjnych raportach nie są wystarczające, nie dają też podstaw do podejmowania decyzji przez inwestorów<sup>3</sup>.

Konflikty interesów wynikające z rozdzielenia funkcji własności i zarządzania mogą różnicować oczekiwania, np. w zakresie podejmowanych ryzykownych przedsięwzięć, poziomu dźwigni finansowej, doboru struktury źródeł finansowania czy kierunku alokacji kapitału. Stąd niezbędna jest kontrola działań zarządzających i wyznaczenie klarownych zasad zarządzania w ramach realizacji polityki ładu korporacyjnego (nadzoru właścicielskiego) oraz dostęp do informacji pozwalających monitorować stopień ich zachowania w praktyce, m.in. z uwzględnieniem przyjętych kodeksów dobrych praktyk w tym zakresie<sup>4</sup>.

Przekazywane informacje obejmować powinny różne obszary działalności przedsiębiorstwa, w tym również jego społeczną odpowiedzialność i przestrzeganie zasad nadzoru korporacyjnego. Poszukiwanie nowych treści, zakresu i sposobu przekazywania informacji staje się nowym paradygmatem polityki informacyjnej spółek kapitałowych na współczesnych rynkach kapitałowych. Nie ogranicza to również pośredniego informowania uczestników rynku z wykorzystaniem funkcji sygnalizacyjnej różnych decyzji i stosowanych instrumentów, np. stosowanej polityki dywidendy, zmian struktury kapitału, świadomości skutków takich decyzji i bieżącej obserwacji poczynania i dokonań spółki<sup>5</sup>. Instrumenty sygnalizacji mogą stanowić alternatywę dla dobrowolnego ujawniania informacji w ramach świadomych, efektywnych relacji inwestorskich. Ponadto należy podkreślić, że niezbędna jest aktywna komunikacja z rynkami, która w odróżnieniu od biernego przekazywania informacji umożliwia ocenę stopnia akceptacji przez rynek przyjętych strategii, szybką reakcję na zmiany rynkowe, co w konsekwencji spowoduje przekonanie inwestorów o atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Prawidłowa polityka informacyjna, będąca świadomym wykorzystaniem różnych zbiorów informacji zarówno retro, jak i prospektywnych, o charakterze finansowym i niefinansowym, powinna sprawić, że inwestor w sposób właściwy wykorzysta wiedzę o spółce w swojej aktywności inwestycyjnej z przekonaniem o rzeczywistej wartości spółki.

<sup>3</sup> Szerzej: M. Marcinkowska: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 47-71.

<sup>4</sup> Szerzej: T.E. Copeland, I.F. Weston, K. Shastri: *Financial Theory and Corporate Policy*. Pearson Education, Boston, New York 2005, s. 449-456.

<sup>5</sup> Szerzej: K. Mamcarz: *Inwestorski marketing-mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*. C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 49-103.

Wymaga to jednak postawienia kilku pytań wskazujących na szereg kontrowersji w wyborze sposobu i zakresu realizacji właściwej polityki informacyjnej, w tym głównie:

1. Czy aktualne standardy i prawne regulacje w zakresie sprawozdawczości finansowej odpowiadają potrzebom rynku, zapewniają pełną, wiarygodną, zrozumiałą i użyteczną informację?
2. Jakie dodatkowe informacje (poza standardowymi) powinno się ujawnić dla utrzymania pozycji konkurencyjnej spółki i właściwego kształtowania zachowań i postaw inwestorów?
3. Jaki zakres informacji uznać należy za niezbędny dla inwestorów, pozwalający i na właściwą ocenę ryzyka, oszacowanie oczekiwanej stopy zwrotu i dokonanie wyboru właściwej strategii inwestycyjnej?
4. Czy polityka informacyjna powinna umożliwić ocenę realizacji zasad ładu korporacyjnego i zabezpieczyć społeczną odpowiedzialność spółki?

Aktualne regulacje prawne i obowiązujące standardy rachunkowości i sprawozdawczości finansowej określają zakres informacji bieżących i okresowych opracowywanych w spółce i w różnym stopniu przekazywanych inwestorom. Obejmują one informacje o różnym charakterze, związane zarówno z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa, jak i działalnością inwestycyjną i finansową. Niezależnie jednak od obowiązków informacyjnych spółka powinna prowadzić własną politykę informacyjną, rozszerzając zakres przekazywanych informacji.

Efektywna komunikacja przedsiębiorstwa z inwestorami i innymi grupami interesariuszy wymaga uwzględnienia w zakresie przekazywanych informacji również ocen dotyczących realizacji zasady społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju. Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa i jej raportowanie wskazuje na stopień jego wrażliwości na potrzeby społeczne, dotrzymanie reguł prawnych i realizację wartości etycznych, z odpowiedzialnością społeczną wobec kluczowych grup interesariuszy. Jest to szczególnie ważne dla inwestorów uwzględniających kryteria społeczne w swoich wyborach i preferencjach spółki, ujmowane w tzw. indeksie Respect (spółki społecznie odpowiedzialne)<sup>6</sup>. Konieczność raportowania społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa jest również ważna wobec dużej presji inwestorów na wyniki ekonomiczne<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Szerzej: M. Buszko: *Efektywność inwestowania na rynku kapitałowym w spółki odpowiedzialne społecznie*. W: *Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju*. Red. G. Borys, A. Janusz. Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2013.

<sup>7</sup> Szerzej: J. Błach: *Relacje inwestorskie a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*. W: *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*. Red. G. Łukasik. Difin, Warszawa 2013.

Zawsze pozostaje jednak pytanie, jak rozwiązać swoistą antynomię między potrzebą przekazywania szerokiej informacji inwestorom i oczekiwania akceptacji wyborów, dokonań i przyszłych zamiarów przedsiębiorstwa a koniecznością utrzymania pozycji konkurencyjnej na rynku i przewagi wobec innych jego podmiotów. Istotne jest także ograniczenie możliwości manipulowania informacją, pozornej poprawy wyników spółek (szczególnie w grupach kapitałowych), stosowanie kreatywnej rachunkowości.

Reakcje inwestorów na przekazywane informacje i ich wykorzystanie będą zależą od stopnia ich identyfikacji ze spółką i przyjętego horyzontu inwestycyjnego. Krótkoterminowi inwestorzy będą w ograniczonym zakresie oceniać i wykorzystywać szersze informacje, koncentrując się głównie na bieżących zyskach, możliwościach zmniejszenia strat i wyznaczenia właściwego momentu „wyjścia” ze spółki. Długoterminowi inwestorzy oczekują szerszej informacji prospektywnej, traktując nierzadko dodatkowe ryzyko jako swoistą szansę na wyższe zyski w przyszłości.

## **2. Informacje retrospektywne i ich znaczenie dla inwestorów**

Informacje retrospektywne powinny obejmować szeroko rozumiane zasoby przedsiębiorstwa, efektywność ich wykorzystania i wyniki działalności, zarówno w ujęciu memoriałowym, jak i kasowym.

Umożliwiają one ocenę: stopnia realizacji podstawowych celów finansowych przedsiębiorstwa, zachowania równowagi finansowej, stopnia prawidłowości i efektywności wykorzystania będącego do dyspozycji majątku i kapitału, obszarów ryzyka i zagrożeń w przedsiębiorstwie, zdolności do generowania środków pieniężnych różnych obszarów działalności przedsiębiorstwa.

Można je rozpatrywać w trzech układach, jako:

- informację sprawozdawczą według obowiązujących standardów rachunkowości,
- informację dodatkową, w różnym zakresie uzupełniającą i wzbogacającą wiedzę inwestora o spółce,
- informację przetworzoną, wynikającą z analizy sprawozdań finansowych i oceny pozycji spółki na rynku kapitałowym (np. podstawowe wskaźniki, czynniki decydujące o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa).

Istotną cechą informacji dostarczanych w sprawozdawczości powinna być ich wiarygodność, warunkująca wartość użyteczną (decyzyjną) informacji.

Pojawia się jednak pytanie, czy wykorzystywanie informacji ze sprawozdawczości i obowiązujące standardy rachunkowości są wystarczające dla inwestorów i dają pełny obraz różnych stron działalności przedsiębiorstwa. Krytyczne oceny zakresu i treści sprawozdań dotyczą głównie: metod wyceny zasobów (często wartości historyczne), braku pełnego ujęcia zasobów niematerialnych, braku ujęcia długoterminowego, z uwzględnieniem zmiennej wartości pieniądza w czasie i zmiennych oczekiwań inwestora oraz szerszego zastosowania rachunkowości zabezpieczeń i właściwej wyceny instrumentów pochodnych. Przyjęta w wycenie wartość godziwa z jednej strony traktowana jest jako wartość odpowiadająca oczekiwaniom współczesnego rynku, z drugiej spotyka się z ocenami krytycznymi, wskazującymi na dalsze poszukiwania nowych rozwiązań, pozwalających prawidłowo wycenić aktywa i zobowiązania przedsiębiorstwa na podstawie informacji z aktywnego rynku. Mimo niezaprzeczalnych zalet sprawozdań finansowych zwraca się uwagę na wiele wad i niedociągnięć, które ograniczają możliwości odzwierciedlenia całokształtu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, ograniczają pełną harmonizację i możliwości stosowania rachunkowości kreatywnej. Wciąż nie udaje się ujawnić i w pełni wycenić wielkości ekonomicznych i zdarzeń, które istotnie wpływają na rzeczywistą sytuację finansową przedsiębiorstwa, ale są trudne do kwantyfikacji<sup>8</sup>.

Szczególne znaczenie dla inwestorów ma więc przekazywanie w formie opisowej dodatkowych istotnych informacji, często o charakterze niefinansowym, głównie w zakresie:

- zobowiązań warunkowych (pozabilansowych), które ze względu na trudności w wiarygodnym oszacowaniu nie stanowią podstawy do tworzenia rezerw,
- podmiotów powiązanych, stowarzyszonych i zależnych oraz inwestycji z nimi związanych w ramach złożonych struktur kapitałowych, o różnej swobodzie decyzyjnej jednostek wewnętrznych,
- finansowych skutków działalności zaniechanej, zbycia aktywów (lub ich grup), znaczących transakcji i zdarzeń związanych z powstaniem strat, utratą wartości aktywów,
- kapitału intelektualnego, w różnym rozumieniu, z wyróżnieniem kapitału ludzkiego, wiedzy i umiejętności, kultury organizacyjnej, własności intelektualnej wraz z kapitałem klienta (grupy klientów, relacje z klientami, rynki, zmienność popytu)<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> D. Wędzki: *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Tom 2. Wskaźniki finansowe*. Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2009, s. 36.

<sup>9</sup> Szerzej: M. Marcinkowska: *Roczny raport...*, op. cit., s. 206-230.

Odrębnym obszarem systemu informacji finansowej mogą być odpowiednie wskaźniki ekonomiczne z wykorzystaniem właściwych metod analizy finansowej. Pozwalają one pogłębić ocenę przedsiębiorstwa, ułatwiają podejmowanie decyzji, weryfikują dane sprawozdawcze i umożliwiają dokonywanie symulacji różnych planowanych działań, z konstrukcją scenariuszy w rozwoju przedsiębiorstwa.

Można je przedstawić w kilku obszarach dotyczących:

- sytuacji majątkowej i struktury kapitału (m.in. poziom zadłużenia, zdolność do obsługi długu, stopień spełnienia warunków dodatniego efektu dźwigni finansowej) wraz z oceną ryzyka finansowego,
- oceny efektywności działalności przedsiębiorstw (klasyczne miary rentowności) z uwzględnieniem księgowych miar, takich jak: ROI, ROA, ROE, określających zdolności do tworzenia wartości jako miary dokonań współczesnych przedsiębiorstw,
- przepływów pieniężnych (struktura przepływów, wystarczalność gotówkowa, wydajność gotówkowa) i możliwości samofinansowania wydatków inwestycyjnych i finansowych,
- pozycji spółki na rynku kapitałowym z wykorzystaniem głównych miar w tym zakresie (np. zysk netto na jedną akcję, cena rynkowa do zysku na jednej akcji, *cash flow* na jedną akcję, stopa dywidendy).

Odpowiednio przetworzone informacje pochodzące ze sprawozdań finansowych pozwolą ocenić ryzyko finansowe, na które narażone jest przedsiębiorstwo. Są to głównie miary dotyczące płynności finansowej, dźwigni finansowej, ekspozycji na ryzyko walutowe i ryzyko zmian stóp procentowych<sup>10</sup>. Prezentacja i ocena wskaźnikowa, niezależnie od ich zakresu uwzględnianego w rozszerzonych raportach rocznych, wymaga również odniesienia miar do określonego wzorca (benchmarku). Różne mogą być możliwości i wzorce tworzenia standardów, z wyróżnieniem benchmarku wewnętrznego (np. najlepszy okres z działalności przedsiębiorstwa) i zewnętrznego (np. wzorce branżowe, wzorce najważniejszych konkurentów). W konsekwencji retrospektywne oceny pozwalają diagnozować możliwości kontynuowania działalności przedsiębiorstwa, stanowiąc równocześnie punkt wyjścia dla ocen prognostycznych, ocen przyszłych czynników wzrostu wartości wraz z projekcją przyszłych warunków otoczenia.

---

<sup>10</sup> Zob. Ch.W. Smithson, C.W. Smith, D.S. Wilford: *Zarządzanie ryzykiem finansowym*. Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 158-177.

### 3. Dylematy wyboru zakresu informacji prospektywnej przekazywanej inwestorom

Uczestnicy rynku finansowego, aby dokonać właściwych wyborów, powinni opierać się nie tylko na dokonaniach przedsiębiorstwa w przeszłości, ale i perspektywach jego rozwoju w przyszłości. Ważna jest bowiem analiza potencjalnych zagrożeń, przekazywanie informacji o szansach, ocena czynników kształtujących wartość, przygotowanie scenariuszy rozwoju i wyznaczenie ewentualnych skutków kryzysu finansowego. Informacje prospektywne powinny uwzględniać kluczowe czynniki i uwarunkowania działalności przedsiębiorstwa w przyszłości, z wyróżnieniem rynkowych perspektyw. Ujęcie prospektywne, rozpatrywane w dłuższej perspektywie czasowej, jest niezbędne, aby rynek w swoich wyborach wyprzedzał zamiary spółek. Ważne jest więc przekazywanie uczestnikom rynku informacji dotyczących przyjętej strategii i postawionych celów spółki, a także płynących z tego korzyści dla inwestorów. Gwarantuje to również trwałość relacji zróżnicowanej grupy inwestorów ze spółką. Wymaga to jednak właściwego rozpoznania rynku, pozyskania informacji o oczekiwaniach inwestorów i możliwościach ich spełnienia.

Stawia to nowe wyzwania przed klasyczną rachunkowością, która powinna nie tylko odzwierciedlać rzeczywistość gospodarczą, ale i pozwalać na rozszerzenie zakresu ujawnień, wprowadzanie nowego modelu sprawozdawczości, z koncepcją tzw. *accounting for the future*. Model ten uwzględnienia dane o wartości ekonomicznej, ryzyku i perspektywach rozwoju, pozwalających przewidywać przyszłe sytuacje, przyszłe przepływy pieniężne i związane z tym korzyści. Może to stanowić zintegrowany system informacji gospodarczych, zawierających informacje historyczne, prognostyczne, odpowiadające potrzebom wszystkich uczestników rynku<sup>11</sup>.

System informacji prospektywnej powinien zapewnić<sup>12</sup>:

- ocenę głównych elementów przyszłej strategii przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem zmian jakościowych, strukturalnych, własnościowych, nowych obszarów działalności oraz ewentualnych zagrożeń jej kontynuacji,
- ocenę szans rozwoju i prawidłowej realizacji strategii,
- właściwe szacowanie ryzyka, zmiany skali ryzyka i stopnia ekspozycji na ryzyko,
- ocenę przyszłych przepływów pieniężnych, gwarantujących realizację oczekiwań właścicieli w zakresie ich korzyści,

<sup>11</sup> E. Śniezek, M. Wiatr: *Raportowanie przepływów pieniężnych w kontekście zmian we współczesnej sprawozdawczości finansowej*. Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 50.

<sup>12</sup> *Relacje inwestorskie...*, op. cit., s. 150.



- ocenę przyszłych realnych wpływów i wydatków gotówkowych,
- ocenę zdolności do realizacji w przyszłości zobowiązań wobec kapitałodawców,
- ocenę zdarzeń, które mogą w przyszłości wpływać na działalność przedsiębiorstwa, w tym: zmiany parametrów rynku finansowego, fazy życia produktów firmy, przewidywanego zapotrzebowania na zasoby i możliwości ich pozyskania.

Wymaga to zmian w rachunkowości, z wyróżnieniem założeń rozwoju przedsiębiorstwa w długim okresie, relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem i jego orientacji rynkowej<sup>13</sup>. Ważny jest również dostęp do informacji makroekonomicznej, śledzenie trendów zmian na rynku z równoczesną znajomością wrażliwości przedsiębiorstwa na poziom ryzyka (ekspozycji na ryzyko).

Informacja prospektywna umożliwia szacowanie ryzyka stanowiącego podstawę dyskontowania przyszłych szacowanych korzyści dla inwestora, a w konsekwencji przywilej oczekiwanej wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Ryzyko jest zawsze bazą informacyjną dla oceny przyszłych czynników kształtowania wartości. Wymaga to jednak szerszego zakresu informacji dotyczących zamierzeń przedsiębiorstwa w zakresie kierunku jego rozwoju i przewidywanych scenariuszy w tym zakresie. Dla interesariuszy ważne są bowiem informacje o różnych elementach i obszarach ryzyka.

Właściwa polityka informacyjna przedsiębiorstwa w obszarze ryzyka pozwala na<sup>14</sup>:

- zapewnienie długoterminowego bezpieczeństwa różnych grup interesariuszy,
- właściwą ocenę źródeł ryzyka i premii za ryzyko,
- zmianę strategii inwestowania jako odpowiedź na zwiększone ryzyko,
- ocenę wrażliwości przedsiębiorstwa na różne rodzaje ryzyka rynkowego,
- zwiększenie efektywności alokacyjnej rynku,
- wczesną ocenę utraty zdolności przedsiębiorstwa do kontynuowania działalności.

Ujawnianie informacji o ryzyku zapewnia korzyści zarówno przedsiębiorstwu, jak i inwestorom. Korzyści dla przedsiębiorstwa mogą wynikać z faktu, że ujawniając czynniki ryzyka, staje się bardziej atrakcyjne dla inwestora. Uczestnikom rynku pozwala to ocenić stopień zagrożenia przedsiębiorstwa ryzykiem, zakres niezabezpieczonych pozycji i zdolność do przeciwstawiania się jego skutkom. Zakres i forma przedstawianych informacji o ryzyku wywołują wiele wątpliwości i kontrowersyjnych ocen. Informacje można ujawnić bowiem w różnych układach, z wyróżnieniem rodzajów ryzyka (rynkowe, nierynkowe, operacyjne, finansowe), odrębnej prezentacji czynników ryzyka, a nawet proce-

<sup>13</sup> Zob. *Strategiczna rachunkowość zarządcza*. Red. E. Nowak. PWE, Warszawa 2008, s. 19-50.

<sup>14</sup> T.A. Martin, T. Bär: *Grundzüge des Risikomanagement nach KonTraG*. Oldenbourg Verlag, München, Wien 2002, s. 52-53.

dur zarządzania ryzykiem. Te ostatnie wymagałyby wyróżnienia instrumentów ochrony przed ryzykiem, procesów wewnętrznej kontroli ryzyka, zasad komunikacji w obszarze ryzyka. Im większe ryzyko, na które narażone jest przedsiębiorstwo, tym bardziej przejrzyste powinny być przekazywane informacje, pozwalające zrozumieć i ocenić konsekwencje dla inwestorów, wyrażające się m.in. zmiennością jego wyników ekonomicznych.

W literaturze zwraca się uwagę na możliwości, a nawet konieczność raportowania ryzyka, z wyróżnieniem syntetycznej miary, jaką jest kategoria VAR (*Value at Risk*), uwzględniająca zależności między różnymi czynnikami ryzyka, co pozwala wyznaczyć maksymalną granicę dopuszczalnych strat związanych z akceptowanym obszarem ryzyka<sup>15</sup>. Wartość narażona na ryzyko określa największą oczekiwaną stratę, jaką przedsiębiorstwo może ponieść przy założeniu określonych warunków działania i dla danego poziomu ufności. Mierzy ona więc przewidywaną zmienność aktywów będących w posiadaniu przedsiębiorstwa i prawdopodobieństwo strat, które może ponieść przedsiębiorstwo.

Podziału ryzyka w przedsiębiorstwie można dokonać z wykorzystaniem również innych kryteriów. Każdy z nich jest ważny dla wyborów inwestycyjnych, co potwierdzają podziały wykorzystywane w raportowaniu ryzyka, szeroko stosowanego w rozwiniętych krajach europejskich i pozaeuropejskich.

W polityce informacyjnej przedsiębiorstwa wobec inwestorów akcentuje się również konieczność przekazywania danych dotyczących wartości, z uwzględnieniem perspektywy długoterminowej. Wynika to ze zmiany i ewolucji w priorytetach współczesnej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem głównie odchodzenia: od strategii wzrostu sprzedaży na rzecz orientacji na klienta (wartości dla klienta), od tradycyjnych księgowych miar oceny na rzecz wartości przedsiębiorstwa, udziału przedsiębiorstwa w łańcuchu wartości.

Szczególną rolę odgrywają te informacje, które pozwalają ocenić (szacować) inwestorom spodziewaną wartość ekonomiczną, jako miary faktycznej siły ekonomicznej przedsiębiorstwa, sięgające do wielkości fundamentalnych, wyznaczające przyszłe zdolności do tworzenia wartości dla właścicieli. Kategoria wartości ekonomicznej pojawia się również w koncepcjach współczesnej rachunkowości<sup>16</sup>. W tym zakresie można przyjąć dwa rozwiązania: wyznaczenie wartości ekonomicznej i przekazywanie jej uczestnikom rynku lub przygotowanie danych liczbowych, pozwalających indywidualnie wycenić wartość ekonomiczną (z wykorzystaniem różnych sposobów wyceny).

<sup>15</sup> Zob. P. Best: *Wartość narażona na ryzyko*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 23.

<sup>16</sup> Zob. A. Karmańska: *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*. Difin, Warszawa 2009, s. 96-101.

To drugie rozwiązanie wymaga dostępu do informacji w zakresie:

- przyszłej struktury kapitału i związanego z tym ryzyka finansowego,
- prognozy przychodów, marży brutto i struktury aktywów,
- gotówkowych efektów przyszłych dokonań przedsiębiorstwa,
- efektywności i ryzyka przewidywanych przedsięwzięć inwestycyjnych,
- spodziewanej polityki podziału przyszłych korzyści gotówkowych.

Powinny one umożliwić szacunki dotyczące oczekiwanej stopy zwrotu (kosztu kapitału) pozwalającej dyskontować przyszłe, spodziewane przepływy pieniężne. Wynika to z założenia, że inwestorzy na rynku finansowym reagują na informacje zarówno dotyczące poziomu dźwigni finansowej, ryzyka finansowego, jak i prawidłowości (efektywności) jego wykorzystania. Średnioważony koszt kapitału (*WACC*) jest bowiem pochodną przyszłej struktury kapitału (optymalnej struktury). Nie rozwijając szerzej kontrowersji w zakresie różnego sposobu wyceny kosztów kapitału (i możliwości kwantyfikacji ryzyka), należy postawić pytanie o sposób ujęcia tej kategorii w zbiorze informacji przekazywanej uczestnikom rynku.

Można wykorzystać w tym zakresie dwie możliwości:

- wskazać na poszczególne elementy wyceny, pozostawiając ostateczną ocenę inwestorom,
- indywidualnie wyznaczyć koszt kapitału (*WACC*), określając możliwości jego wykorzystania przez inwestorów.

Ważne i trudne do pełnej kwantyfikacji są również oceny dotyczące przyszłych przepływów pieniężnych, rozpatrywanych dla różnych scenariuszy rozwoju. Prawidłowa ocena (szacunek) przepływów pieniężnych zależy jednak od możliwości zdiagnozowania wszystkich czynników z tym związanych, wyznaczenia przyszłych wpływów i wydatków, w tym również wpływu zmian otoczenia na przyszłe, gotówkowe efekty działalności przedsiębiorstwa. Chodzi m.in. o to, aby inwestorzy zrozumieli i akceptowali strategię przedsiębiorstwa, oceniali długoterminowo swoje korzyści, z możliwością wyznaczenia godziwej wartości akcji (*fair value*).

Przyjęty zakres i sposób wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa nie jest bez znaczenia dla decyzyjnej użyteczności informacji przekazywanej inwestorom i skuteczności relacji inwestorskich. Stąd słuszne jest stwierdzenie, że zarząd stosujący model raportowania wartości powinien zaznajomić się z procesem decyzyjnym, jakiego wykorzystują inwestorzy i dostarczyć model informacji w taki sposób, aby stała się ona zrozumiała i użyteczna podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Zob. *Wycena i zarządzanie wartością firmy*. Red. A. Szablewski, R. Tuzimek. Poltext, Warszawa 2005, s. 473-481.

## Podsumowanie

Właściwe diagnozowanie sytuacji finansowej spółki i jej perspektyw rozwojowych wymaga szerokiego zakresu informacji pozwalających poznać wewnętrzne uwarunkowania decyzji bieżących i strategicznych podejmowanych przez zarząd. Pomimo szerokich badań i ocen w zakresie zgodności niezbędnych ujawnień przedsiębiorstwa (wymaganych prawem i ujawnień dobrowolnych) z oczekiwaniami inwestorów problem jest nadal otwarty. Szczególnie ważne jest poszukiwanie rozwiązań koncentrujących się nie tylko na historycznych wynikach, ale i pozwalających ocenić kształtowanie się sytuacji spółki w przyszłości, z perspektywą wzrostu jej wartości, w warunkach zmienności rynków i różnej ekspozycji na ryzyko.

## Literatura

- Best P.: *Wartość narażona na ryzyko*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Błach J.: *Polityka informacyjna spółek publicznych wobec ryzyka nieskutecznej emisji akcji*. W: *Zjawiska kryzysowe a decyzje finansowe przedsiębiorstwa*. Red. K. Znaniecka, M. Gorczyńska. „Zeszyty Naukowe Studia Ekonomiczne”. UE w Katowicach, Katowice 2011.
- Błach J.: *Relacje inwestorskie a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*. W: *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*. Red. G. Łukasik. Difin, Warszawa 2013.
- Buszko M.: *Efektywność inwestowania na rynku kapitałowym w spółki odpowiedzialne społecznie*. W: *Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju*. Red. G. Borys, A. Janusz. Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2013.
- Copeland T.E., Weston I.F., Shastri K.: *Financial Theory and Corporate Policy*. Pearson Education, Boston, New York 2005.
- Karmańska A.: *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*. Difin, Warszawa 2009.
- Łukasik G.: *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. Wydawnictwo UE w Katowicach, Katowice 2010.
- Mamcarz K.: *Inwestorski marketing-mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*. C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Marcinkowska M.: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Martin T.A., Bär T.: *Grundzüge des Risikomanagement nach KonTraG*. Oldenbourg Verlag, München, Wien 2002.

- Relacje inwestorskie spółek kapitałowych.* Red. G. Łukasik. Difin, Warszawa 2013.
- Smithson Ch.W., Smith C.W., Wilford D.S.: *Zarządzanie ryzykiem finansowym.* Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
- Strategiczna rachunkowość zarządcza.* Red. E. Nowak. PWE, Warszawa 2008.
- Śnieżek E., Wiatr M.: *Raportowanie przepływów pieniężnych w kontekście zmian we współczesnej sprawozdawczości finansowej.* Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Wędzki D.: *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. T. 2. Wskaźniki finansowe.* Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2009.
- Wycena i zarządzanie wartością firmy.* Red. A. Szablewski, R. Tuzimek. Poltext, Warszawa 2005.

## THE CONTROVERSY OVER THE COMPANY INFORMATION POLICY TOWARDS INVESTORS

### Summary

The company information policy directed to the financial market participants plays a special role in the process of shaping the appropriate, transparent and effective investor relations. It is important to take into account the information about the past performance of the company as well as the prospective information, including value, risk and corporate social responsibility reporting. This paper is focused on the controversial issues related to the company information policy that require further research and analysis.