

ELŻBIETA MARIA WROŃSKA

*Raportowanie wartości – komunikowanie wyników finansowych  
czy kształtowanie relacji z inwestorami?*

---

Value reporting – providing information or building relationships with shareholders?

**Abstract:** Zaprezentowany artykuł odnosi się do informacji przekazywanych przez spółki na rynek kapitałowy. Jest to istotne dla inwestorów, gdyż na podstawie uzyskanych informacji podejmują oni decyzje inwestycyjne. Jest też ważne dla przedsiębiorstwa, ponieważ reakcja inwestorów stanowi dla zarządzających ocenę ich działania. Jak pokazują bowiem dotychczasowe doświadczenia, stosowane formuły przekazywania danych nie spełniają oczekiwań inwestorów. Proces zmian sprawozdawczości firmy prowadzi do uwzględniania danych finansowych i niefinansowych. Spółki zaczęły dostarczać coraz więcej informacji na temat swojej sytuacji i otoczenia. Takie zachowanie ma na celu zbudowanie i umocnienie wizerunku firmy jako wiarygodnego partnera.

W niniejszym artykule podjęto próbę odpowiedzi na sformułowane w tytule pytanie. Poszukiwanie odpowiedzi oparte zostało na rozważaniach teoretycznych oraz wynikach badań przytoczonych przez różnych autorów podejmujących wspomnianą tematykę.

WSTĘP  
Introduction

Od początku lat 90. coraz częściej wykorzystywanym kryterium decyzyjnym przy kształtowaniu strategii rozwoju przedsiębiorstw jest wartość dla akcjonariuszy. Uważa się coraz powszechniej, że celem nadrzędnym funkcjonowania przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej winna być maksymalizacja majątku właściciela. Konieczne staje się przyjęcie perspektywy inwestora w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. Wynika to z faktu, że każdy inwestor stoi przed sze-

rokiem spektrum możliwości inwestycyjnych. Inwestor wybierze taką lokatę kapitału, która przy podobnym poziomie ryzyka zapewni osiągnięcie najwyższej możliwej stopy zwrotu. Natomiast w przypadku braku osiągnięcia pożądanej stopy zwrotu inwestor może zdecydować się na wycofanie środków z danego przedsięwzięcia. W efekcie przedsiębiorstwo może mieć problemy z pozyskaniem kapitału.

Oczekiwania inwestorów powodują, że przedsiębiorstwa winny ukierunkowywać swą działalność na realizowanie projektów zapewniających wysoką stopę zwrotu również dla przedsiębiorstw. Osiąganie przez przedsiębiorstwo wysokiej stopy zwrotu jest związane z generowaniem środków, które mogą być przeznaczone dla właścicieli i pozwolą zwiększać ich majątek. Wpływy związane z realizacją przez przedsiębiorstwo wysoce rentownych projektów winny pozwolić pokryć poniesione wydatki operacyjne, koszt pozyskanych kapitałów oraz nakłady inwestycyjne.

Proces tworzenia wartości rozpoczyna się na rynku kapitałowym, który dostarcza kapitałów w celu efektywnego ich zagospodarowania. W procesie wykorzystania kapitału następuje tworzenie konkurencyjnych produktów. W efekcie tych działań przedsiębiorstwo winno generować zyski, które może przekazać inwestorom, co wpływa na osiąganą stopę zwrotu przez inwestorów na rynku kapitałowym. Osiąganie przez inwestorów oczekiwanej przez nich stopy zwrotu pozwala zatrzymać lub nawet przyciągnąć nowy kapitał. Wszystkie te działania składają się na cykl tworzenia i realizacji wartości.<sup>1</sup>

#### POTRZEBA INFORMOWANIA O WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY

Necessity of informing about shareholder's value

W ramach procesu tworzenia i realizacji wartości istotne jest utrzymanie wartości.<sup>2</sup> Utrzymanie wartości to zapewnienie uzyskiwania przez spółkę zwrotu z zaangażowanego kapitału na poziomie wyższym niż przeciętny koszt zaangażowanych kapitałów całkowitych w długim okresie.<sup>3</sup> Utrzymanie wartości oznacza potrzebę koncentrowania się na umacnianiu swych głównych kompetencji w za-

<sup>1</sup> M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 55.

<sup>2</sup> Por. M. Szymura-Tyc, *Budowa przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2003, nr 1; A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 85 oraz A. Szablewski, *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, pod red. A. Szablewskiego, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004, s. 34.

<sup>3</sup> A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *op. cit.*, s. 86.

kresie wytwarzania dóbr i usług, w których firma ma lub może mieć trwałą przewagę konkurencyjną w stosunku do konkurentów.<sup>4</sup>

Utrzymanie wartości to zarządzanie przedsiębiorstwem związane z procesami zarządzania przez wartość Value Based Management (VBM). VBM koncentruje się na wykorzystaniu potrzeby tworzenia wartości przedsiębiorstwa w podejmowaniu decyzji strategicznych i operacyjnych. VBM jest podejściem do zarządzania, w którym cele, procesy zarządzania i działania operacyjne są podporządkowane takiemu wykorzystywaniu zasobów, by było możliwe tworzenie wartości.

Value Based Management jest integracyjnym procesem zarządzania zaprojektowanym tak, by usprawnić proces podejmowania strategicznych i operacyjnych decyzji przez koncentrację na kluczowych czynnikach kształtujących wartość firmy. Metodologia mierzenia wartości nie wydaje się sprawą najważniejszą.<sup>5</sup> Priorytetem jest określenie, dlaczego i jak zmieniać filozofię działania przedsiębiorstw, by zapewnić tworzenie wartości.<sup>6</sup>

VBM jest podejściem do zarządzania, w którym procesy zarządzania podporządkowane są tworzeniu wartości podmiotu. By można było mówić o skutecznym wdrożeniu VBM, wymagane jest<sup>7</sup>:

1. Przyjęcie sposobu myślenia ukierunkowanego na tworzenie wartości i przyjęcia zasad tworzenia wartości dla akcjonariuszy.
2. Opracowanie i wdrożenie strategii pozwalającej na tworzenie wartości.
3. Znalezienie czynników wpływających na wartość i ich wykorzystanie w działaniach operacyjnych.
4. Konstruowanie planów działań i sporządzanie budżetu.
5. Oparcie systemów wynagradzania i motywacji na wytworzonej wartości.
6. Pomiar wartości oraz komunikacji wartości wewnątrz firmy i na zewnątrz.

Zaprezentowany powyżej cykl zarządzania wartością dla akcjonariuszy obejmuje etapy działań, z których każdy determinuje działania następnego etapu. Dzięki temu możliwe jest wykorzystanie efektów synergii współdziałania elementów tworzących system VBM. I tak zdefiniowana strategia w ramach planowania strategicznego wymusza dokonanie przeglądu zasobów. Dokonany przegląd pozwoli określić czynniki pozytywnie związane z wartością podmiotu. Wykorzystanie tych czynników w bieżącej działalności podmiotu będzie miało bezpośredni wpływ na efekty działania. Wyniki działalności będą podstawą oceny,

---

<sup>4</sup> Oraz wychodzeniu z produkcji tych wyrobów, w których takiej przewagi nie posiada i nie potrafi jej pozyskać. Por. A. Szablewski, *op. cit.*, s. 34.

<sup>5</sup> Szerzej na temat Value Based Management w: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIGPress, Warszawa 1997, s. 89.

<sup>6</sup> Por. W. Cwynar, A. Cwynar, *Ekonomiczna wartość dodana jako element zarządzania przez wartość*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2000, nr 3.

<sup>7</sup> A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 180.

wynagradzania oraz motywowania pracowników. Informacja o uzyskanych wynikach winna być udostępniona przede wszystkim właścicielom. Na podstawie tych informacji podejmowane są określone działania w przedsiębiorstwie i wobec podmiotu. Działania te winny mieć wpływ na definiowanie i realizowanie strategii przedsiębiorstwa w okresach przyszłych.

Jak z powyższego wynika, komunikowanie wyników jest istotne, zarówno z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez właścicieli, jak i decyzji podejmowanych przez zarząd w procesie zarządzania podmiotem. Stąd też można mówić o istnieniu systemu komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej.<sup>8</sup> Ze względu na ograniczoną objętość niniejszego opracowania, dalsze rozważania skoncentrowano na systemie komunikacji zewnętrznej.

Informowanie o sytuacji podmiotu gospodarczego jest istotne dla inwestorów, gdyż na podstawie uzyskanych informacji podejmują oni decyzje inwestycyjne. Jest też ważne dla przedsiębiorstwa, ponieważ reakcja inwestorów stanowi dla zarządzających ocenę ich działania.

#### NIEDOSKONAŁOŚCI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH Imperfections of financial statements

Głównym źródłem informacji wykorzystywanym przez inwestorów jest rachunkowość, w tym przede wszystkim sprawozdania finansowe. Sprawozdanie finansowe obejmuje: wprowadzenie do sprawozdania finansowego, bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym, dodatkowe informacje i objaśnienia. Sprawozdanie finansowe przygotowywane jest w oparciu o zasady rachunkowości i przyjętą politykę bilansową na podstawie szczegółowych regulacji wynikających z ustawy o rachunkowości.<sup>9</sup>

W przypadku spółek publicznie notowanych źródłem informacji są sprawozdania finansowe przygotowywane według zasad określonych Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości i Sprawozdań Finansowych w postaci raportów okresowych w ujęciu kwartalnym, półrocznym oraz rocznym.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Szerzej na ten temat M. Michałski, *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 168.

<sup>9</sup> Ustawa z 24.09.1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity z 2002 DzU nr 76 poz 694 z późn. zm.).

<sup>10</sup> Szczegółowe informacje na temat wymogów dotyczących raportów okresowych zawarte są w: Rozdziale 4 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19.10.2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (DzU nr 209, poz. 1744).

Zauważyć należy, że określone przepisami prawa terminy przekazywania informacji wskazują na istotne opóźnienia czasowe. Emitenci są zobowiązani publikować raporty kwartalne nie później niż 35 dni od dnia zakończenia kwartału, półroczne nie później niż 3 miesiące od zakończenia półrocza, natomiast raporty roczne nie później niż 15 dni przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy<sup>11</sup>, które musi się odbyć nie później niż 6 miesięcy po zakończeniu roku. Powstaje więc duża rozbieżność pomiędzy czasowymi ramami tradycyjnego systemu pomiaru i oceny a perspektywą czasu potrzebną do uzyskania znaczącego wpływu na wyniki organizacji.<sup>12</sup> System informowania wykorzystujący wyłącznie sprawozdania finansowe spełnia więc, w głównej mierze, rolę kontrolną.

Tradycyjny system pomiaru i oceny dokonań został stworzony w początkach XX wieku, kiedy otoczenie działalności gospodarczej charakteryzowało się stabilnymi technologiami i produktami o wieloletnich cyklach życia.<sup>13</sup> Tradycyjne metody sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw mierzą więc głównie te elementy majątku, które liczyły się w epoce przemysłowej. Dodatkowo, przedstawiane w sprawozdaniach finansowych dane wyceniane są w ujęciu kosztu historycznego.

Rosnące znaczenie czynników pozafinansowych i niematerialnych powoduje, że sprawozdania finansowe przestały być wystarczającym źródłem informacji. Wskazuje się, że mierniki niefinansowe, monitorujące efektywność realizacji strategii oraz prowadzenia kluczowych procesów wewnętrznych, mają wpływ na ok. 35% decyzji inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej.<sup>14</sup> Oznacza to, że obecnie czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa wykraczają poza materialne elementy. O zmniejszeniu się roli informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych wskazuje też relacja wartości księgowej do wartości rynkowej. W roku 1982 w wartości rynkowej przedsiębiorstw produkcyjnych ich wartość księgowa stanowiła 62%, a dziesięć lat później już tylko 38%.<sup>15</sup>

---

<sup>11</sup> Art. 98 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19.10.2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (DzU nr 209, poz. 1744).

<sup>12</sup> Por. P. D ż u r a k, E. R. S t a n o c h, *Czy mamy do czynienia z „rewolucją” systemu pomiaru i oceny dokonań przedsiębiorstwa?*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2001, nr 1.

<sup>13</sup> *Ibidem*.

<sup>14</sup> G. K. Ś w i d e r s k a, *Wyzwania dla audytorów*, „Rzeczpospolita” z 8.10.2003.

<sup>15</sup> *Ibidem*. Zauważyć też należy, że w połowie 2000 r. Cisco Systems – firma „nowej gospodarki” notowana na giełdzie od zaledwie 10 lat – była wyceniana przez rynek na poziomie 500 mld dolarów amerykańskich, podczas gdy General Motors – ikona „starej gospodarki” – miała rynkową wartość na poziomie 90 mld dolarów. Podkreślić należy, że suma bilansowa General Motors była 10-krotnie większa niż Cisco System. Inne porównanie wskazuje, że Amazon.com, firma, która poniosła straty na poziomie 1 mld w ciągu ostatnich 4 lat, charakteryzuje się wartością rynkową wynoszącą 25% wartości rynkowej firmy Procter&Gamble, generującej co roku (z wy-

Ponadto, ze względu na „skandale finansowe”, związane z manipulacjami księgowymi w takich podmiotach jak ENRON czy Worldcom, zaufanie do sprawozdań finansowych znacznie zmniejszyło się. Powszechne stało się przekonanie, że wszystkie firmy, w mniejszym lub większym stopniu, „podkrecają” wyniki finansowe. Wiele zarządów uległo bowiem pokusie wyolbrzymiania zysków, by windować poziom kursów akcji.<sup>16</sup> Wiązać to można z faktem uzależnienia dochodów menedżerów od cen akcji (systemy motywacyjne uwzględniające opcje na akcje).

Niebezpieczeństwo koncentracji na wynikach księgowych jest tym większe, że w ostatnich latach stwierdzono brak związku pomiędzy wynikami księgowymi a cenami rynkowymi. Zatem koncentracja na aspektach księgowych działań finansowych nie tylko nie przekłada się na wzrost wartości firmy, lecz wręcz może powodować jej obniżenie. Uważa się, że rynek papierów wartościowych nie da się oszukać przez sztuczne zawyżenie zysku.<sup>17</sup>

Dodatkowo, począwszy od lat 80. XX wieku, dał się zaobserwować wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynkach kapitałowych. W ich rękach skupione są znaczące pakiety akcji.<sup>18</sup> To uczestnicy wykazujący dużą aktywność i wpływający na sposób kierowania przedsiębiorstwem, w tym także raportowania wyników. Inwestorzy instytucjonalni to kompetentni uczestnicy rynku w zakresie umiejętności czytania i wykorzystywania informacji udostępnianych przez podmioty. Stąd też ich potrzeby informacyjne wykraczają poza informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych.

W związku z powyższym, stwierdzono problemy w komunikowaniu wyników rynkowi, odnoszące się do istnienia luk między oczekiwaniami społeczności inwestycyjnej a udostępnianymi informacjami.<sup>19</sup> Najlepszym sposobem zmniejszenia tych rozbieżności jest, po pierwsze, uświadomienie ich występowania, a następnie podejmowanie działań w poszczególnych obszarach w celu zmniejszenia rozbieżności.

---

jątkiem dwu lat) zyski od początku działalności, tj. od 1837, i wypłacającej dywidendy od 1890. Por. D. Grimm, *Reporting Value in the New Economy*, „CMA Management” (July–August) 2001.

<sup>16</sup> *Nieufność wobec raportów finansowych*, „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 4.

<sup>17</sup> Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 71.

<sup>18</sup> Inwestorzy instytucjonalni posiadają ok. 57% tysiąca największych przedsiębiorstw amerykańskich i 47,5% całego amerykańskiego rynku kapitałowego, za: A. Rappaport, *op. cit.*, s. 12.

<sup>19</sup> Odnosi się to do luki informacyjnej, luki raportowania, luki jakości, luki rozumienia, luki percepcji. Por. C. Pounds, *For Stakeholders Knowledge is Value*, „Institutional Investor”, vol. 36, (January) 2002, issue 6.

KOMUNIKOWANIE INFORMACJI O SPÓŁCE  
Providing information to the capital market

Doskonaleniem jakości standardów rachunkowości zajmuje się Komitet Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.<sup>20</sup> Pomimo tych prac, sprawozdania finansowe traktowane są jako niewystarczające źródło informacji. Podejmowane są więc działania na rzecz dostosowania zakresu informacji udostępnianych przez spółki do potrzeb informacyjnych uczestników rynku finansowego.

W wyniku postulowanych zmian, wprowadzane są istotne zmiany w standardach rachunkowości, które oprócz sprawozdań finansowych, zalecają przygotowywanie sprawozdań z działalności jednostki w danym roku. Wspomnieć należy, że zgodnie z polskimi unormowaniami prawnymi istnieje obowiązek przygotowywania sprawozdania z działalności jednostki.<sup>21</sup> Sprawozdanie to winno obejmować istotne informacje o stanie majątkowym i sytuacji finansowej firmy, a także wskazanie czynników ryzyka i opis zagrożeń.<sup>22</sup>

W przypadku spółek publicznych okresowe sprawozdania finansowe również stały się tylko elementem raportów okresowych. Oprócz nich raport okresowy winien zawierać w szczególności szereg dodatkowych informacji opisowych.<sup>23</sup> Dodatkowo przepisy prawa wymagają od spółek publicznych przekazywania ra-

---

<sup>20</sup> Szerzej na ten temat w: *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic*, pod red. G. K. Świdarskiej, Difin, Warszawa 2003, s. 1–3 i n.

<sup>21</sup> Art. 45 ust 4 ustawy z 29 września 1994r. o rachunkowości (tekst jednolity z 2002 r. DzU nr 76, poz. 694 z późn. zm.).

<sup>22</sup> W sprawozdaniu z działalności jednostki winny się znaleźć informacje o: zdarzeniach istotnie wpływających na działalność jednostki, jakie nastąpiły w roku obrotowym, a także po jego zakończeniu, do dnia zatwierdzenia sprawozdania finansowego, przewidywanym rozwoju jednostki, ważniejszych osiągnięciach w dziedzinie badań i rozwoju, aktualnej i przewidywanej sytuacji finansowej, nabyciu udziałów (akcji) własnych, a w szczególności celu ich nabycia, liczbie i wartości nominalnej, ze wskazaniem, jaką część kapitału zakładowego reprezentują, cenie nabycia oraz cenie sprzedaży tych udziałów (akcji) w przypadku ich zbycia, posiadanych przez jednostkę oddziałach (zakładach), instrumentach finansowych w zakresie ryzyka oraz przyjętych przez jednostkę celach i metodach zarządzania ryzykiem finansowym, łącznie z metodami zabezpieczenia. Sprawozdanie z działalności jednostki powinno również obejmować, jeśli jest to istotne dla oceny sytuacji jednostki, wskaźniki finansowe i niefinansowe, łącznie z informacjami dotyczącymi zagadnień środowiska naturalnego i zatrudnienia, a także dodatkowe wyjaśnienia do kwot wykazanych w sprawozdaniu finansowym. Por. art. 49 ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity z 2002 r., DzU nr 76, poz. 694 z późn. zm.).

<sup>23</sup> Raport okresowy winien zawierać w szczególności: stanowisko zarządu co do możliwości zrealizowania planów, informacje o zawartych transakcjach, udzielonych poręczeniach, sytuacji kadrowej, majątkowej, finansowej oraz innych istotnych dla oceny możliwości realizacji zobowiązań przez emitenta, a także wskazanie czynników, które w ocenie emitenta będą miały wpływ na osiągnięte wyniki w perspektywie kolejnego okresu. Por. rozdział 4 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19.10.2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (DzU nr 209, poz. 1744).

portów bieżących, które zawierają istotne informacje dla spółki oraz dla społeczności inwestycyjnej.<sup>24</sup>

Według Amerykańskiego Instytutu Biegłych Rewidentów – AICPA – sprawozdanie spółki winno obejmować<sup>25</sup>:

- sprawozdanie finansowe (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, zestawienie zmian w kapitale własnym, informacje dodatkowe),

- dane operacyjne oraz mierniki oceny wykorzystywane przez zarząd do kierowania przedsiębiorstwem;

- dokonaną przez zarząd analizę danych finansowych i niefinansowych, wskazującą na przyczyny ich zmian, a także identyfikującą podstawowe trendy i ich wpływ na prezentowane dane;

- podstawowe informacje o przedsiębiorstwie, m.in. ogólne cele i strategię firmy oraz wpływ na nią struktury całego sektora;

- szanse i zagrożenia, plany zarządu, ze zwróceniem uwagi na kluczowe czynniki sukcesu, porównanie obecnej sytuacji przedsiębiorstwa do planów, szans i zagrożeń przedstawionych w poprzednich okresach.

Uważa się, że sprawozdania firm winny uwzględniać więcej elementów niż dotychczas. W szczególności odnosi się to do informacji o otoczeniu przedsiębiorstwa, słabych i mocnych stronach podmiotu, strategii firmy, kluczowych kompetencjach czy na przykład ryzyka i zagrożeń funkcjonowania firmy.<sup>26</sup>

Badania prowadzone przez firmę Ernst and Young w 1997 r. pozwoliły wyodrębnić trzydzieści dziewięć niefinansowych kryteriów, jakimi kierują się inwestorzy przy ocenie przedsiębiorstwa. Inwestorzy uważają, że najważniejsze są czynniki związane z jakością strategii i jej realizacją oraz z klientem i jego percepcją produktu (udział w rynku, marka). Istotne są także czynniki wewnętrzne, takie jak jakość podstawowych procesów w przedsiębiorstwie, wydajność, czynniki związane z zasobami ludzkimi (zdolność przyciągania i zatrzymywania utalentowanych ludzi, jakość systemów motywacyjnych).<sup>27</sup>

Często podkreśla się także, że nowoczesna sprawozdawczość zewnętrzna wymaga konwergencji trzech obszarów rachunkowości: sprawozdawczości finansowej, rachunkowości inwestycyjnej i rachunkowości zarządczej. Informacje z dziedziny rachunkowości finansowej byłyby wzbogacane o dane dotyczące ostrzegania przez rynek możliwości generowania przez spółkę przepływów pie-

<sup>24</sup> Szczegółowe wymagania co do zakresu, formy i sposobu dystrybucji informacji zawiera rozdział 2 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19.10.2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (DzU nr 209, poz. 1744).

<sup>25</sup> G. K. Świdowska, *op. cit.*

<sup>26</sup> Jak zauważa D. Grimm – społeczeństwo nie może mieć efektywnych rynków kapitałowych, jeśli *bricks are valued and clicks are ignored*. Por. D. Grimm, *op. cit.*

<sup>27</sup> G. K. Świdowska, *op. cit.*



nieżnych satysfakcjonujących właścicieli, a także o informacje wykorzystywane przez kierownictwo do podejmowania decyzji.<sup>28</sup>

#### KSZTAŁTOWANIE ZWIĄZKÓW Z INWESTORAMI

##### Building bonds with shareholders

Proces zmian sprawozdawczości firmy powinien doprowadzić do powstania takiego systemu komunikacji, w którym sprawozdawczość sama stanie się generatorem wartości dla spółki.<sup>29</sup> Przekazywanie informacji stwarza korzyści dla spółki w długim okresie. Dlatego też sama polityka informacyjna zaczęła być postrzegana przez rynek kapitałowy jako element kreowania wartości firmy.<sup>30</sup>

Uważa się, że w dobrej komunikacji spółki z rynkiem kapitałowym chodzi nie tyle o zaspokojenie potrzeb informacyjnych inwestorów, ile o takie zaspokojenie ich potrzeb, żeby możliwe było odniesienie z tego korzyści przez obydwie strony (spółkę i inwestorów). Do korzyści właściwego systemu raportowania zaliczyć można zmniejszenie asymetrii informacyjnej (co wpływa na zmniejszenie kosztów i konfliktów agencji), zwiększenie efektywności rynków kapitałowych, przyciąganie kapitału i zmniejszenie jego kosztu oraz lepszą alokację kapitału.<sup>31</sup>

Z powyższych względów spółki, upatrując w systemie komunikowania źródło przewagi konkurencyjnej, same zaczęły dostarczać coraz więcej informacji na temat pozycji spółki i jej otoczenia.<sup>32</sup> Takie zachowanie ma na celu zbudowanie i umocnienie pozytywnego wizerunku firmy jako wiarygodnego partnera.

W takim ujęciu raportowanie stało się elementem aktywnej komunikacji, wpływającym na relacje spółki z jej właścicielami. Relacje inwestorskie to element zarządzania strategicznego, który umożliwia efektywną komunikację między spółką, społecznością inwestorską a w efekcie przyczynia się do rzetelnej wyceny papierów wartościowych przez rynek.<sup>33</sup>

Podstawowym założeniem modelu sprawozdawczości, ukierunkowanego na wzrost wartości firmy, jest stworzenie instrumentarium, które posłuży inwesto-

<sup>28</sup> M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa – Nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Wyd. Wolters Kluwer Polska – OFICYNA, Kraków 2004, s. 52.

<sup>29</sup> A. Gajewska-Jedwabny, *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, pod red. A. Szablewskiego i R. Tuzimka, POLTEXT, Warszawa 2004, s. 451.

<sup>30</sup> *Ibid.*, s. 467.

<sup>31</sup> Do zalet dobrej sprawozdawczości zaliczyć można także m.in. zwiększenie zaufania do zarządu, powiększenie bazy długoterminowych inwestorów, polepszenie dostępu do kapitału, zwiększenie cen akcji. Por. *ibid.*, s. 506.

<sup>32</sup> *Ibid.*, s. 467.

<sup>33</sup> www.niri.org za: *ibid.*, s. 451.

rom do oceny działalności spółki. Analiza działalności winna być dokonywana pod kątem oceny możliwości kreowania przez spółkę wartości dla akcjonariuszy w przyszłości, w taki sposób, by w jak największym stopniu w kursie akcji odzwierciedlana była rzeczywista wewnętrzna wartość spółki. W tym celu konieczne jest wyjście poza ramy tradycyjnej sprawozdawczości.

Taki system komunikacji winien spełniać następujące wymogi<sup>34</sup>:

- informacje dostarczane winny być w sposób ciągły, na bieżąco,
- przekazywanie informacji winno być przystosowane do analizy za pomocą prostego instrumentarium analitycznego,
  - w przekazywanych informacjach siła nacisku winna być położona na generatory wartości,
  - w przekazywaniu informacji większy nacisk należy kłaść nie na przeszłych, ale na przyszłych przepływach pieniężnych i planach ich reinwestowania,
  - zawartych winno być więcej szczegółowych informacji na temat planów biznesowych i strategii działania,
  - uwzględnianie w przekazywanych informacjach powiązań między działaniami zarządu a tworzeniem wartości dla akcjonariuszy.

Stąd też podejmowane są ciągle próby modyfikacji istniejących modeli sprawozdawczości i ich dostosowania do zmieniających się warunków i wymogów rynku kapitałowego. Powstały nowe modele komunikowania, takie jak Strategiczna Karta Wyników, Skandia Navigator, Monitor Aktywów Niematerialnych.<sup>35</sup> Te nowe modele nie są tylko teoretycznymi koncepcjami, są one stosowane w praktyce na coraz szerszą skalę.

Prawidłowo zbudowany system komunikacji winien sprawiać, że<sup>36</sup>:

- społeczność inwestycyjna będzie rozumieć istotę ogólnej strategii rozwojowej,
  - społeczność inwestycyjna będzie rozumieć, że strategia ta jest skonstruowana po to, by tworzyć i zwiększać wartość przedsiębiorstwa,
  - społeczność inwestycyjna będzie rozumieć procesy realizacji strategii tworzenia wartości,
  - społeczność inwestycyjna będzie na bieżąco informowana o postępach i zmianach w realizacji strategii,
  - przedsiębiorstwo będzie śledziło zmiany w percepcji i oczekiwaniach społeczności inwestycyjnej, tak by lepiej przygotować informacje dla społeczności inwestycyjnej oraz by rozumieć ich zachowania na rynku kapitałowym.

Podstawowym jednak postulatem pozostaje kompleksowe ujmowanie procesu sprawozdawczości, wiarygodności, sprawozdań, aspiracji i potrzeb informa-

<sup>34</sup> A. Gajewska-Jedwabny, *op. cit.*, s. 462.

<sup>35</sup> G. K. Świdorska, *op. cit.*

<sup>36</sup> M. Michalski, *op. cit.*, s. 174.

cyjnych inwestorów. Podkreśla się także potrzebę transparentności przedstawianych informacji. Chodzi o swobodny do nich dostęp, kompletność i szybkość przedstawianych informacji, ich istotność, wysoką jakość, a także wiarygodność i aktualność przekazywanych danych.<sup>37</sup>

#### ZARZĄDZANIE RELACJAMI Z INTERESARIUSZAMI

##### Managing relationships with stakeholders

Coraz częściej podkreślany jest fakt, że spółki powinny budować kontakty ze wszystkimi interesariuszami, co ma zapewnić zrozumienie dla ich działań. Poprawa tych relacji leży w interesie wszystkich uczestników: lepiej poinformowani akcjonariusze podejmują trafniejsze decyzje inwestycyjne, lepsze zrozumienie ze strony pozostałych interesariuszy prowadzi do większej akceptacji spółki. Ma to także przełożenie na korzyści makroekonomiczne, takie jak na przykład lepsza alokacja kapitału.<sup>38</sup>

Grupy interesów, na które spółka wywiera wpływ, często bywają ignorowane w procesach komunikacji.<sup>39</sup> Celem komunikacji, obejmującej także interesariuszy, jest tworzenie pozytywnego wizerunku podmiotu nie tylko wśród właścicieli. Narzędziem realizacji tego celu jest dbanie, by zainteresowane strony były dobrze poinformowane o przedsiębiorstwie, jego celach, strategii oraz prowadzonych działaniach i osiągniętych efektach.<sup>40</sup>

Jednym z rozwiązań mających na celu poprawę jakości sprawozdawczości spółek jest model ValueReporting, wprowadzony przez firmę doradczą PricewaterhouseCoopers. Model ten jest próbą kompleksowego podejścia do mierzenia wyników spółek oraz komunikacji z szeroko rozumianą społecznością. Został on wypracowany w ramach konsultacji z zarządami spółek, inwestorami i analitykami rynków kapitałowych, których doświadczenie zostało wykorzystane do identyfikacji informacji potrzebnych do oceny obecnej sytuacji i przyszłych perspektyw spółek pod kątem budowania wartości dla akcjonariuszy.

W wyniku badań firmy PricewaterhouseCoopers stwierdzono, że odbiorcy informacji preferują taki rodzaj komunikacji, który pozwoli stworzyć w sposób holistyczny długoterminowy obraz firmy.<sup>41</sup> Inwestorzy i firmy wskazują wspólnie te same osiem nośników wartości. Co interesujące, tylko dwa z nich odnoszą

<sup>37</sup> K. P o s t r a c h, *Transparentność informacyjna przedsiębiorstwa jako element kształtujący jego wartość*, [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, t. 2, pod red. E. Urbańczyk, wyd KREOS, Szczecin 2003, s. 961 i n.

<sup>38</sup> A. G a j e w s k a - J e d w a b n y, *op. cit.*, s. 511–512.

<sup>39</sup> M. M a r c i n k o w s k a, *Roczny...*, s. 26.

<sup>40</sup> *Ibid.*, s. 37.

<sup>41</sup> C. P o u n d s, *op. cit.*

się do wskaźników finansowych – efektywność w stosunku do branży oraz zyski. Pozostałe to udział w rynku, tempo wzrostu, badania i rozwój, innowacyjność, efektywność wprowadzania nowych produktów, jakość zarządzania. Pomimo jednak akceptowania tych czynników jako istotnych przez obydwie strony, firmy przyznały, że nie przekazują odpowiednich informacji w odpowiedzi na dodatkowe oczekiwania rynku. Dodatkowe oczekiwania odbiorców odnoszą się do informacji dotyczących strategii produktowej, strategii kooperacji, zysków ekonomicznych, zyskowności powiązań partnerskich, jakości doboru pracowników, ryzyka.<sup>42</sup>

W ramach ValueReporting wyodrębnia się cztery obszary tematyczne efektywnego raportowania<sup>43</sup>:

- przegląd rynków – *market overview*,
- strategię nastawioną na wartość – *value strategy*,
- opis podejmowanych działań w różnych obszarach funkcjonowania (obsługi klientów, łańcucha dostaw, społecznych aspektów) w celu tworzenia wartości – *value platform*,
- charakterystykę finansowych aspektów działania podmiotu wraz z analizą czynników ryzyka – *managing for value*.

Płaszczyzny te stanowią spójną całość, reprezentując zakres informacji potrzebnych do oceny kondycji i perspektyw przedsiębiorstwa pod kątem budowania wartości dla akcjonariuszy. Każde ogniwo tego modelu jest następstwem poprzedniego, dzięki czemu model ten pozwala zaprezentować logikę podejmowanych działań.

Założenia koncepcyjne komunikowania informacji bazują w dużej mierze na danych wykorzystywanych w procesie zarządzania. Przyjęty system informowania musiałby się charakteryzować większą szybkością i częstotliwością publikacji danych. W związku z tym pojawiałyby się konieczność zmiany lub ulepszenia dotychczas wykorzystywanych kanałów dystrybucji informacji.<sup>44</sup>

Wydarzenia ostatnich kilku lat spowodowały spadek zaufania do spółek. Zbudowanie dobrych relacji z otoczeniem wymaga planowych, skoordynowanych działań zarządu i organów kontrolnych. Jakościowa zmiana w zakresie tych

<sup>42</sup> C. Pounds, *op. cit.*

<sup>43</sup> *Ibidem* oraz A. Gajewska-Jedwabny, *op. cit.*, s. 473–481.

<sup>44</sup> A. Gajewska-Jedwabny, *op. cit.*, s. 484–485. Jednym z tych modeli jest *Extensible Business Reporting Language* (rozszerzalny język raportowania biznesowego – XBRL), który ma ułatwić dostęp i wykorzystanie informacji publikowanych przez spółki. Warunkiem zastosowania tego systemu jest konieczność publikowania danych za pośrednictwem Internetu. Przy zastosowaniu tego systemu zostaje poprawiona szybkość udostępniania i dostępu do informacji. Dzięki XBRL zostaje zmniejszony koszt publikacji, a także koszt analizy, gdyż poszczególne dokumenty można zamienić w elastyczne bazy danych, które można przetwarzać w różnych aplikacjach. Por. C. Pounds, *op. cit.*

relacji winna się jednak opierać na komunikowaniu i kontaktach z szeroko rozumianym otoczeniem. W krajach anglosaskich nakierowanie na dobre kontakty ze społecznością określane są mianem *good corporate citizenship*.

#### PODSUMOWANIE

#### Conclusions

Z powyższych analiz wynika, że problematyka komunikowania i raportowania wartości znacząco wykracza poza kwestie przekazywania informacji o uzyskanych wynikach finansowych. Istotnie też poszerza się grono odbiorców informacji. Stąd system komunikacji zewnętrznej przedsiębiorstwa w większym stopniu wiązać się winien z oddziaływaniem na sposób postrzegania przedsiębiorstwa przez szeroko rozumiane otoczenie podmiotu.

Postulowane zarówno przez inwestorów, jak i pozostałych interesariuszy zmiany w systemie komunikowania wydają się uzasadnione z punktu widzenia szeroko rozumianej społeczności, gdyż pozwalają w szerszej, niż tylko finansowa, perspektywie widzieć działalność przedsiębiorstwa.

Należy podkreślić jednak, że nie istnieje jeden uniwersalny model sprawozdania spółki, umożliwiający kontakty ze wszystkimi interesariuszami, z uwzględnieniem wszystkich ich celów i wszystkich potrzeb.<sup>45</sup> Możliwe jest jedynie stworzenie takiej sprawozdawczości (przy wykorzystaniu zarówno raportów okresowych, jak i raportów bieżących), która pozwoli zaspokoić jednocześnie tylko podstawowe potrzeby informacyjne zainteresowanych stron.

Dążenie do poszerzania zakresu udostępnianych informacji może jednak budzić obawy ze strony przekazujących je firm. Nie można wykluczyć, że podmioty mogą postrzegać konieczność udostępniania takich informacji jako ujawnienie danych, które mogą być wykorzystane przeciwko przedsiębiorstwu. Chodzi tu o możliwość wykorzystania informacji o przedsiębiorstwie przez konkurentów.

Przy przygotowywaniu informacji konieczne jest także dokonanie wyboru między jej bogactwem a zasięgiem. Zasięg oznacza liczbę odbiorców informacji, a bogactwo składa się z ilości informacji, stopnia dostosowania do potrzeb odbiorców, sposobu komunikowania informacji.<sup>46</sup> Wybór między bogactwem a zasięgiem warunkowany jest porównaniem korzyści z kosztami. Koszty odnoszą się do przygotowania danych i ich rozprzestrzenienia. Korzyści wiążą się natomiast z wartością efektów uzyskanych na bazie wykorzystanych informacji (np. wzrost kursu akcji, pozyskanie nowego odbiorcy).<sup>47</sup>

<sup>45</sup> M. Marcinkowska, *Roczny...*, s. 40.

<sup>46</sup> Ead., *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000, s. 155.

<sup>47</sup> *Ibidem*.

Nierozwiązanym dotychczas problemem pozostaje także to, że bez względu na zakres czy sposób prezentacji danych finansowych czy niefinansowych, zawsze istnieć będzie możliwość i pokusa manipulowania nimi przez osoby czy podmioty chcące zaprezentować się w lepszym świetle. Można stwierdzić, że w dużym stopniu stosowany system komunikacji to kwestia cech osobowościowych. Tworząc pewne instytucjonalne ramy sprawozdawczości można próbować ograniczyć możliwość nadużywania pewnych sytuacji, ale wyeliminować się ich nie da. Jest to więc także kwestia odpowiedzialności i rzetelności w przygotowywaniu informacji, a ta zależy też od cech osobowościowych.

Innym problemem jest umiejętność oceny prezentowanych danych przez odbiorców informacji. Jest to kwestia posiadanej przez nich wiedzy oraz umiejętności czytania i postrzegania informacji w szerszym kontekście. Jest to umiejętność wybrania spośród wielu informacji tych najistotniejszych. Spółki, udostępniając dużą ilość informacji, w pewnym sensie przerzucają odpowiedzialność wyboru i doboru informacji do podejmowanych decyzji na inwestorów.

Zauważyć należy także, że nie można wykluczyć faktu, iż nadmiar informacji może doprowadzić do sytuacji, że inwestorzy w większym stopniu polegać będą na plotkach czy informacjach zasłyszanych, a nawet reakcjach innych inwestorów. Wynika to z natury ludzkiej i nastawienia na szybkie zyski (a nie stabilne dochody w długim okresie). Zachowanie takie wiąże się z dążeniem do pobicia rynku, osiągnięcia wyższej niż przeciętna rynkowa stopa dochodu.

Na zakończenie przypomnieć należy, że o ile system komunikowania informacji o spółce (treść, zakres, forma, sposób dystrybucji) jest niezwykle istotny, o tyle nie może on stać się ważniejszy i zastąpić działań na rzecz umacniania jej pozycji na rynku oraz sytuacji finansowej.

#### SUMMARY

This article refers to information that is given to capital market. It is very important because transmission of fresh information about companies has the power to move global market. However, traditional accounting and reporting models are inadequate to provide a full picture of corporate health. Investors, financial analysts and other stakeholders do not receive the information they need to accurately value companies.

To meet the changing demands of the markets, companies need to shift the focus of their reporting. They need to supply statements of historic financial performance with more information about value-building activities and non-financial measures e.g. market share, customer retention levels, strategic alliances and intellectual capital.

Companies must develop new methodologies for the key non-financial value drivers and intangible assets that market finds most important. What is more, companies must set targets and action based on them and effectively communicate the results in an organized and structured way.

There are further opportunities for the companies to realize value through increased transparency. Many companies need to develop external system to communicate more dynamically with all the shareholders. Those that actively communicate (give information and listen to feedback) with markets have better chance of creating long – term value.