Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVII, 3 SECTIO H 2013

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Finansów

GABRIELA ŁUKASIK

Rola polityki informacyjnej spółek kapitałowych w prawidłowym funkcjonowaniu relacji inwestorskich

The role of corporate information policy in the appropriate investor relations

Słowa kluczowe: relacje inwestorskie, rynki finansowe, sprawozdawczość finansowa, ryzyko, wartość przedsiębiorstwa

Key words: investor relations, financial markets, financial reporting, risk, value of the company

Wstęp

Właściwe funkcjonowanie spółek na rynku kapitałowym wymaga nowego modelu relacji inwestorskich. Jest to konsekwencją nie tylko rozwoju rynku, ale i gotowości spółek do pozyskiwania kapitału na zorganizowanych rynkach kapitałowych. Efektywne relacje inwestorskie oparte na dwustronnej komunikacji ułatwiają dotarcie do inwestorów, zrozumienie ich oczekiwań dotyczących źródeł wartości, prawidłową ocenę reakcji rynku na informacje. Wymaga to rozszerzenia zakresu przekazywanej informacji w stosunku do systemu tradycyjnego o nowe elementy związane z oceną wartości, czynników ją kształtujących, ryzyka podejmowanych transakcji oraz głównych zewnętrznych i wewnętrznych zagrożeń. Przedsiębiorstwa, które chcą uzyskać stabilną i długoterminową pozycję na rynku, muszą tak kształtować relacje inwestorskie, aby zapewnić dobry „wizerunek" oraz rzetelną wycenę ich papierów wartościowych.

Konieczność prowadzenia właściwej racjonalnej polityki informacyjnej wynika również ze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa i konieczności zapewnienia harmonijnego i zrównoważonego jego rozwoju. Komunikacja z inwestorami powin-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

na więc zapewnić zwiększenie efektywności informacyjnej i alokacyjnej rynków finansowych oraz przekonanie uczestników rynku do podejmowanych przez spółki działań i zamierzeń.

Cel artykułu stanowi ocena głównych kierunków zmian i udoskonaleń w polityce informacyjnej spółek kapitałowych, zwiększających przejrzystość i skuteczność relacji inwestorskich na współczesnych rynkach finansowych. Zwrócono uwagę, że istotne jest nie tylko przekazywanie informacji dotyczących przeszłości spółek, ale i uwzględnienie obszarów ryzyka oraz czynników decydujących o wartości spółki. Polityka informacyjna to główny element komunikacji spółki z rynkami. Chodzi o przekonanie inwestorów o rzeczywistej wartości spółki, w którą zainwestowali (lub zamierzają zainwestować) kapitał. Jest to problem nie tylko ograniczenia asymetrii informacji, ale i zapewnienia, że oczekiwania rynku i jego interesariuszy będą uzasadnione zarówno aktualną sytuacją finansową spółki, jak i percepcją spodziewanych zmian. Stąd ważny jest zakres informacji, jej dostępność, użyteczność i koszt pozyskania.

1. Zakres i znaczenie dla inwestorów informacji o działalności i dokonaniach spółek

Potrzeby współczesnych rynków finansowych, konieczność spełnienia oczekiwań interesariuszy wymagają nowego spojrzenia na system informacji przekazywanych uczestnikom rynku i związaną z tym politykę informacyjną. Wymaga to ewolucji tradycyjnej sprawozdawczości finansowej w kierunku sprawozdawczości biznesowej, koncentrującej się na potrzebach różnych użytkowników informacji, z uwzględnieniem wymogów rynku, perspektyw jego rozwoju i zabezpieczenia wartości dla inwestorów [Panfil i inni, 2007, s. 619].

Informacja powinna redukować niepewność rynku, przekazywać w sposób ciągły istotne wiadomości o działalności spółki, zarówno o charakterze finansowym, jak i niefinansowym. Chodzi nie tylko o okresowe publikowanie wyników finansowych dotyczących przeszłości spółki i jej aktualnych dokonań (na podstawie sprawozdań finansowych i tzw. *equity-store*), ale istotne jest także analizowanie potencjalnych zagrożeń, przekazywanie informacji o szansach, ocena czynników kształtujących wartość, przygotowanie scenariuszy rozwoju i przewidywanie ewentualnych skutków kryzysu finansowego[1].

Equity-Store stanowi ważny element komunikacji spółki w momencie wejścia do obrotu giełdowego. Powinno zawierać informacje, które przekonają inwestorów do wyboru akcji oraz atrakcyjności jako długoterminowej lokaty. Szczególną rolę odgrywa więc informacja prospektywna ze wskazaniem strategii, silnych stron, wizji, celów i sposobów ich osiągnięcia w dłuższej perspektywie. Ważne jest również przekazywa-

[1] Celowe jest ujawnienie informacji z wykorzystaniem różnych form ich prezentowania, jako informacji uzupełniających do klasycznych sprawozdań finansowych czy też wykorzystujących formy opisowe.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

nie informacji w obszarze ryzyka przedsiębiorstwa i systemu zarządzania ryzykiem, z wyróżnieniem ewentualnych stosowanych innowacyjnych metod pozwalających zapewnić wzrost wartości dla akcjonariuszy w przyszłości [Kirschhoft i inni, 2001, s. 251–259]. Wynika to z założenia, że ustalenie prawidłowej, oczekiwanej ceny akcji wymaga uwzględnienia wewnętrznej sytuacji spółki i prognozowania zmian w jej otoczeniu, zarówno w szerszym, jak i węższym ujęciu. Ocena oczekiwanej ceny akcji wymusza także uwzględnienie bieżących i przyszłych korzyści zweryfikowanych poziomem ryzyka odpowiadającego oczekiwanej stopie zwrotu, a tym samym powiązania wyników ocen retro- i prospektywnych. Jest to zgodne z fundamentalnym podejściem do decyzji inwestycyjnych i wyboru spółek o najwyższej wiarygodności na rynku, stwarzających szanse wzrostu wartości rynkowej. Aktywna komunikacja z rynkiem (interaktywność) w odróżnieniu od biernego pozyskiwania informacji umożliwia ocenę stopnia akceptacji przez rynek przyjętych strategii i kierunków rozwoju, co powinno zwiększyć przekonanie inwestorów o atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Luka informacyjna może być bowiem uznana za dodatkowe ryzyko inwestycyjne, co może wpływać na wzrost oczekiwanej stopy zwrotu.

Prawidłowa polityka informacyjna powinna uwzględniać dwa obszary informacji:

- retrospektywną (historyczną), dotyczącą przeszłości przedsiębiorstwa i pozwalającą ocenić aktualną jej pozycję w otoczeniu rynkowym,
- prospektywną, wynikającą z przyjętej strategii rozwoju, potrzeby dokonania zmian strukturalnych, dostosowania się do przewidywanych zmian otoczenia.

Zakres informacji retrospektywnej powinien umożliwić ocenę szeroko rozumianych zasobów, efektywności ich wykorzystania, wyników działalności zarówno w ujęciu księgowym, jak i strumieniowym. Bazę informacyjną o przedsiębiorstwie stanowi sprawozdawczość finansowa

Odbiorcy informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych muszą jednak mieć świadomość ograniczeń, które wynikają ze stosowanych metod i zasad rachunkowości, w tym rozwiązań w zakresie ewidencji zdarzeń w ramach polityki bilansowej i związanej z nią metod wyceny aktywów i pasywów. W zależności od przyjętej przez przedsiębiorstwo polityki bilansowej różnie mogą kształtować się poszczególne składniki sprawozdań finansowych, co może negatywnie wpływać na ich wartość informacyjną.

Z jednej strony rachunkowość powinna odzwierciedlać rzeczywistość gospodarczą, z drugiej jednak istnieje potrzeba rozszerzenia zakresu ujawnień, często określana jako konieczność nowego modelu sprawozdawczości, z koncepcją tzw. *Accounting for the Future*, z uwzględnieniem ujawniania danych 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 i prognostyczne, odpowiadające potrzebom wszystkich użytkowników informacji [Śnieżek i inni, 2011, s. 50].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

Zmiany w sprawozdawczości finansowej powinny więc być w większym stopniu ukierunkowane na podejście zarządcze w prezentacji informacji finansowej, z uwzględnieniem możliwości spełnienia trzech warunków [*Preliminary Views*…, 2008, s. 13–14]:

- prezentowania spójnego obrazu finansowego działań jednostki, w tym związków i zależności poszczególnych elementów sprawozdania,
- dezagregacji danych dla oceny kwot, horyzontu czasowego oraz niepewności przyszłych przepływów pieniężnych (klasyfikacja informacji w wyraźnie określone grupy o odmiennej charakterystyce ekonomicznej),
- wskazania możliwości spłaty przez spółkę zobowiązań w terminie wymagalności oraz szans inwestowania w nadarzające się okazje.

Należy jednak postawić pytanie o to, w jakim stopniu obowiązujące standardy rachunkowości i stopień rozwoju rynku sprzyjają realizacji właściwej polityki informacyjnej wobec inwestorów. Wiąże się to z możliwością prawidłowej wyceny wartości godziwej na podstawie informacji pochodzących z aktywnego rynku. Wskazuje to równocześnie na konieczność poszukiwania nowych metod wyceny aktywów i zobowiązań przedsiębiorstwa oraz prezentacji jego dokonań.

Mimo niezaprzeczalnych zalet sprawozdań finansowych zwraca się jednak uwagę na wiele wad i niedociągnięć, które ograniczają możliwości odzwierciedlenia całokształtu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa oraz pełną ich harmonizację. Wciąż nie udaje sie ujawnić i w pełni wycenić wielkości ekonomicznych i zdarzeń, które istotnie wpływają na rzeczywistą sytuację finansową przedsiębiorstwa, ale są trudne do kwantyfikacji [Wędzki, 2009, s. 36].

W procesie decyzyjnym inwestorów ważną rolę odgrywa informacja strategiczna w ramach systemu informacji (SIS) niezbędnej dla decyzji strategicznych [Świderska, 2003, s. 108–110]. Dotyczy to również zmian w rachunkowości z uwzględnieniem koncepcji strategicznej rachunkowości zarządczej, z wyróżnieniem koncepcji rozwoju przedsiębiorstwa w dłuższym okresie, relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem i jego orientacji rynkowej [Nowak, 2008, s. 19–50].

Można uznać, że informacje retrospektywne stanowią bazę informacyjną dla oceny przyszłych czynników wzrostu wartości, wraz z projekcją przyszłych warunków otoczenia.

System informacji prospektywnej powinien zapewnić:

- ocenę głównych elementów przyszłej strategii przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem zmian jakościowych, strukturalnych, własnościowych i 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,
- ocenę przyszłych realnych wpływów i wydatków gotówkowych,

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

- ocenę zdarzeń, które mogą w przyszłości wpływać na działalność przedsiębiorstwa, w tym zmiany parametrów rynku finansowego, fazy życia produktów firmy, przewidywane zapotrzebowanie na zasoby i możliwości ich pozyskania.

Reakcje inwestorów na przekazywane informacje i ich wykorzystanie będą jednak zależeć od stopnia ich identyfikacji ze spółką, której są właścicielami, i przyjętego horyzontu inwestycyjnego. Krótkoterminowi inwestorzy będą oceniać i wykorzystywać informacje w ograniczonym zakresie, koncentrując się głównie na możliwościach zmniejszenia strat i wyznaczenia właściwego momentu wyjścia ze spółki. Inni natomiast oczekują szerszej informacji prospektywnej, nierzadko dodatkowe ryzyko traktując jako swoistą szansę na wyższe zyski w przyszłości. Ta grupa inwestorów w szerszym zakresie będzie uwzględniać w wyborach założenia analizy fundamentalnej, oczekując od spółki szerszego zakresu ujawnień i stawiając wyższe wymagania polityce informacyjnej.

Rozpatrując zakres informacji przekazywanych inwestorom na rynku kapitałowym, należy zwrócić uwagę na możliwości wykorzystania poufnych informacji przez różne osoby z wnętrza i otoczenia przedsiębiorstwa do osiągania korzyści majątkowych (tzw. *inside trading*). Jest to również problem tzw. informacji wrażliwej biznesowo, dostępnej dla relatywnie niewielu osób, która może wpływać na wycenę instrumentów finansowych podmiotu oraz zmniejszenie jego przewagi konkurencyjnej. Dotyczy to nie tylko informacji związanych z działalnością spółki czy zawieranych kontraktów, ale i struktury złożonych zleceń na zakupy akcji. Dlatego też spółki są zobowiązane do sporządzania listy osób mających dostęp do określonych informacji poufnych [Dziawgo, 2011, s. 97].

2. Ryzyko w polityce informacyjnej przedsiębiorstwa

Istotnym elementem właściwych relacji inwestorskich jest przekazywanie informacji związanych z ryzykiem i prowadzona w tym zakresie polityka informacyjna. Właściwe raportowanie ryzyka stanowi nowy element polityki informacyjnej przedsiębiorstwa gwarantującej rzetelny obraz jego dokonań i potencjału gospodarczego. Inwestor musi mieć świadomość podejmowanego ryzyka, co pozwala mu podjąć decyzje o kontynuacji związków ze spółką, wejściu kapitałowym do spółki, zmianie warunków w obszarze powiązania ze spółką. Jest to równocześnie problem rzetelnego obrazu dokonań i potencjału gospodarczego przedsiębiorstwa. Ryzyko stanowi bowiem nieodłączny element aktywności gospodarczej współczesnego przedsiębiorstwa, determinując określony zakres szans jak i zagrożeń[2].

Przedsiębiorstwa mogą podejmować różne strategie i wykazywać różne postawy wobec ryzyka, traktując to jedynie jako szansę uzyskania przewagi konkurencyjnej,

[2] Można zwrócić uwagę na fakt, że „inwestorzy jednocześnie nienawidzą ryzyka i je kochają, jednocześnie unikają i poszukują" [zob. Damodaran, 2009, s. 93].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

wzrostu atrakcyjności dla inwestorów i w konsekwencji tworzenia dodatkowych wartości. Związek ryzyka z wartością można rozpatrywać w kontekście oczekiwania wyższych przepływów pieniężnych, spadku stopy dyskontowej, zwiększenia różnicy między rzeczywistą i minimalną stopą zwrotu kapitałodawców. Ryzyko jest więc zawsze bazą informacyjną dla oceny przyszłych czynników kształtowania wartości.

Obszary podejmowanego ryzyka i związana z tym treść i zakres przekazywanych informacji może dotyczyć ujęcia retrospektywnego i prospektywnego. Ujęcie prospektywne wymaga oceny zmian warunków i parametrów otoczenia, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo, oraz nowych obszarów ryzyka wynikających z realizowanej (przewidzianej do realizacji) strategii. Wiąże się to z dostępem do informacji makroekonomicznej, śledzeniem trendów zmian na rynku, z równoczesną znajomością wrażliwości przedsiębiorstwa na ryzyko (ekspozycja na ryzyko). Te informacje jedynie częściowo łączą się z polityką informacyjną przedsiębiorstwa i nierzadko inwestorzy muszą je pozyskiwać indywidualnie.

Odpowiednia polityka informacyjna przedsiębiorstwa w obszarze ryzyka (raporty o ryzyku) pozwala na [Martin i inni, 2002, s. 52–53]:

- zapewnienie długoterminowego bezpieczeństwa różnych grup interesariuszy,
- właściwą ocenę premii za ryzyko,
- zmianę strategii inwestowania jako odpowiedź na zwiększone ryzyko,
- ograniczenie luki między oczekiwaniem zewnętrznych interesariuszy a rzeczywistą siłą ekonomiczną przedsiębiorstwa,
- ocenę wrażliwości przedsiębiorstwa na różne rodzaje ryzyka rynkowego,
- ograniczenie konfliktu interesów między skłonnością do ryzyka menedżerów a oczekiwaniem interesariuszy,
- zwiększenie efektywności alokacyjnej rynku,
- wczesną ocenę utraty zdolności przedsiębiorstwa do kontynuowania działalności.

Zawsze jednak należy mieć świadomość profilu ryzyka i klasy ryzyka, w której znajduje się przedsiębiorstwo, wynikającego z indywidualnych cech przedsiębiorstwa, związanego z charakterystyką jego sfery realnej, pozycją na rynku, fazą rozwoju i stopniem kapitałochłonności (decydującej m.in. o zdolności adaptacji do zmiennych warunków otoczenia). Ten obszar ryzyka (ryzyko niesystematyczne) decyduje głównie o zróżnicowanej atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa.

Powstaje pytanie, co powinno stanowić źródło informacji, w jakim stopniu i zakresie aktualne standardy sprawozdawczości wskazują na treść informacji o ryzyku publikowanych w raportach. Międzynarodowe standardy uwzględniają konieczność ujawnienia informacji dotyczących charakteru i zakresu ryzyka związanego z instrumentami finansowymi oraz sposobu zarządzania ryzykiem. Chodzi głównie o ryzyko kredytowe, ryzyko płynności i ryzyko rynkowe, co daje użytkownikom możliwość pełniejszej oceny narażenia jednostki na ryzyko.

Dla każdego rodzaju ryzyka związanego z instrumentami finansowymi jednostka ujawnia [*Międzynarodowe Standardy*…, 2011, s. 279–285]:

- stopień narażenia na ryzyko oraz sposób jego powstania,

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

- cele, politykę i procesy zarządzania ryzykiem oraz stosowane metody wyceny ryzyka,
- zmiany w zakresie akceptowanego ryzyka w porównaniu z poprzednim okresem.

Międzynarodowe Standardy wskazują na konieczność ujawniania:

- w obszarze ryzyka kredytowego: kwoty maksymalnego narażenia na ryzyko, zabezpieczenia ryzyka, jakości kredytowej aktywów finansowych, które nie są przeterminowane i nie utraciły swojej wartości,
- w obszarze płynności: wymagalności zobowiązań (terminów wymagalności) finansowych niebędących instrumentami pochodnymi (w tym udzielonych gwarancji finansowych) oraz odrębnie wymagalności pochodnych zobowiązań finansowych,
- w obszarze ryzyka rynkowego: analizy wrażliwości dla każdego rodzaju ryzyka rynkowego z zaznaczeniem, jaki wpływ na wynik finansowy i kapitał własny miałyby zmiany w zakresie odpowiednich czynników ryzyka oraz metod analizy wrażliwości.

Podejmowanie ryzyka może prowadzić do obniżenia wartości przedsiębiorstwa, a nawet stanowić poważne zagrożenie dla jego dalszego działania. Potencjalne konsekwencje ryzyka są więc wystarczającym wyjaśnieniem dla zwiększonego zainteresowania interesariuszy poziomem i rodzajami ryzyka, na jakie narażone jest przedsiębiorstwo. Zapotrzebowanie to wymaga podjęcia odpowiednich działań z wykorzystaniem relacji inwestorskich w obszarze raportowania ryzyka.

Raportowanie ryzyka to ujawnianie informacji na temat wszelkiego rodzaju szans i zagrożeń, szkód i niebezpieczeństw oraz perspektyw rozwojowych, które już miały lub dopiero będą miały wpływ na sytuację przedsiębiorstwa w przyszłości [Linsley i inni, 2006, s. 387–404]. Badania przeprowadzone w USA i Wielkiej Brytanii wskazują, że dotychczasowy poziom informacji przekazywanej interesariuszom na temat ryzyka przedsiębiorstwa jest niewystarczający [Schrand, Elliot, 1998, s. 271–282; Solomon i inni, 2000, s. 447–478; Linsley, Shrives, 2006, s. 387–404]. Problem ten określono jako lukę informacji na temat ryzyka (*the risk information gap*), a jego skutki prowadzą do niewłaściwej oceny profilu ryzyka przedsiębiorstwa przez jego interesariuszy. Organizacje zajmujące się standardami rachunkowości i sprawozdawczości finansowej (m.in. American Accounting Association/Financial Accounting Standards Board –AAA/FASB, oraz Institute of Chartered Accountants in England and Wales – ICAEW) przekonują o konieczności zwiększenia szczegółowości informacji na temat ryzyka przedsiębiorstwa przekazywanych w raportach rocznych[3].

W raportach powinny znaleźć się także informacje na temat dotychczasowego doświadczenia w zarządzaniu ryzykiem przedsiębiorstwa. Istotne mogą być dane

[3] Stanowisko to jest prezentowane m.in. w dokumentach ICAEW: *Financial Reporting of Risk – Proposals for a Statement of Business Risk*, ICAEW, London 1998; *No surprises: The Case for Better Risk Reporting*, ICAEW, London 1999; *Working for Better Risk Reporting*, ICAEW, London 2002.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

na temat postępowania z różnymi rodzajami ryzyka w przeszłości, które mogą być wykorzystane do modyfikacji aktualnie podejmowanych działań.

3. Kategoria wartości w polityce informacyjnej przedsiębiorstwa

Prawidłowe kształtowanie relacji inwestorskich łączy się – jak już zaznaczono – z rozszerzeniem zakresu przekazywanej informacji, w stosunku do systemu tradycyjnego, o nowe elementy związane z oceną wartości i czynników ją kształtujących. Jest to obok informacji dotyczących ryzyka drugi istotny zbiór informacji dla inwestora. Powinno to umożliwić właściwą ocenę wartości wewnętrznej akcji i rzeczywistą zdolność spółki do generowania dochodów dla inwestorów w obszarze akceptowanego ryzyka.

Koncepcje współczesnej rachunkowości mocno akcentują konieczność eksponowania informacji o wartości przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem perspektywy długoterminowej. Wynika to ze zmiany i z ewolucji w priorytetach współczesnej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem głównie:

- odchodzenia od strategii wzrostu sprzedaży na rzecz orientacji na klienta,
- rezygnowania z tradycyjnych, księgowych miar oceny na rzecz wartości przedsiębiorstwa,
- udziału przedsiębiorstwa w łańcuchu wartości.

Informacje o działalności przedsiębiorstwa powinny umożliwić przekazywanie uczestnikom rynku kapitałowego wszystkich informacji, które są istotne dla oceny dokonań współczesnego przedsiębiorstwa (w tym czynników kształtujących jego wartość). Kategoria wartości może być rozumiana i oceniana na wiele sposobów[4]. Wiążą się z tym także różne podejścia do oceny zdolności przedsiębiorstwa do tworzenia korzyści dla właścicieli, a tym samym efektów jego dokonań.

Można wyróżnić trzy podstawowe miary:

- ekonomiczną wartość dodaną (syntetyczna ocena wartości ekonomicznej),
- rynkową wartość dodaną (syntetyczna ocena dokonań),
- stopę zwrotu opartą na przepływach pieniężnych (syntetyczna miara pieniężnej oceny wartości).

Porównanie znaczenia dla inwestorów poszczególnych miar oceny wartości przedsiębiorstwa przedstawia tabela 1.

[4] Szersze ujęcie różnych ujęć kategorii wartości, zob. [Karmańska, 2009, s. 142–150].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

Tabela 1. Porównanie zakresu głównych miar oceny wartości przedsiębiorstwa

Ekonomiczna wartość dodana	**Rynkowa wartość dodana**	**Stopa zwrotu oparta na przepływach pieniężnych**
1	2	3
• Ocenia efekty działania związane z realizacją działalności operacyjnej przedsiębiorstwa • Określa prawidłowość wyboru struktury kapitału, z uwzględnieniem ryzyka finansowego • Ocenia efektywność i ryzyko kierunku alokacji kapitału z punktu widzenia oczekiwań kapitałodawców (kosztu kapitału) • Uwzględnia zakres i konsekwencje dostosowania zaangażowanego kapitału do potrzeb przedsiębiorstwa • Stanowi podstawę oceny rzeczywistego zysku ekonomicznego	• Uwzględnia zewnętrzną, rynkową ocenę dokonań przedsiębiorstwa • Uwzględnia aktualne ryzyko rynkowe kapitałodawców • Weryfikuje oczekiwania kapitałodawców w dłuższej perspektywie • Uwzględnia ocenę i obiektywizację zróżnicowanych indywidualnych oczekiwań inwestorów i ich preferencji	• Uwzględnia gotówkowe konsekwencje dokonań przedsiębiorstwa • Wymaga szacowania przyszłych gotówkowych efektów związanych z wyborem określonych scenariuszy rozwoju • Odzwierciedla możliwości przyszłej partycypacji w korzyściach gotówkowych przedsiębiorstwa

Źródło: [Łukasik, 2010, s. 131].

Ekonomiczna wartość dodana ma charakter retrospektywny i prospektywny, z uwzględnieniem faktycznej lub szacowanej stopy zwrotu mierzonej zyskiem operacyjnym (EBIT), zweryfikowanym średnim ważonym kosztem kapitału oraz poziomem kapitału zaangażowanego w jej generowanie. Wartość ekonomiczna jest wewnętrzną miarą oceny skuteczności podejmowanych decyzji. Może być dla inwestorów wskazaniem, czy warto inwestować w dane przedsiębiorstwo, jaka jest jego siła ekonomiczna, co nie zawsze przekłada się na konkretne (wymierne) korzyści właścicieli. Ważna jest również informacyjna funkcja kategorii wartości ekonomicznej, odgrywającej szczególną rolę w komunikowaniu się pomiędzy osobami zarządzającymi i inwestorami.

Rynkowa wartość dodana jest różnicą między wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego wartością księgową, czyli między wartością księgową i rynkową kapitału własnego[5]. Umożliwia z jednej strony rynkową weryfikację faktycznych rezultatów działań przedsiębiorstwa, a z drugiej konfrontację oczekiwań inwestorów z efektami wyborów przedsiębiorstwa i oceną jego możliwości rozwojowych. Im wyżej rynek wycenia przedsiębiorstwo i lepiej ocenia jego perspektywy rozwoju w przyszłości, tym wyższa jest premia rynkowa ponad wartość księgową.

[5] W literaturze można również spotkać formuły uwzględniające księgową wartość całego kapitału (w tym oprocentowanego kapitału pożyczkowego); jest to zasadne w sytuacji, gdy kapitał obcy również podlega rynkowej weryfikacji.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

Szersze możliwości oceny, dostosowane do faktycznych rezultatów działalności przedsiębiorstwa i partycypacji w nich akcjonariuszy, dają miary oparte na przepływach pieniężnych, zaktualizowanych minimalną oczekiwaną stopą zwrotu. W tym przypadku niezbędne jest prawidłowe szacowanie przyszłych przepływów pieniężnych i właściwy dobór stopy dyskontowej. Szacunki i prawidłowa ocena są niezwykle ważne, ale zawsze obciążone nie tylko błędem szacunku, ale i trudnościami w ocenie i kwantyfikacji ryzyka przyszłych przepływów pieniężnych, rozpatrywanych dla różnych scenariuszy rozwoju. Jest to ocena realnych korzyści w odróżnieniu od memoriałowego ujęcia kategorii zysku. Prawidłowa ocena (szacunek) przepływów pieniężnych zależy jednak od możliwości zdiagnozowania wszystkich czynników z tym związanych, w tym również wpływu zmian otoczenia na przyszłe gotówkowe efekty działalności przedsiębiorstwa.

Przyjęty zakres i sposób wyznaczania wartości przedsiębiorstwa nie pozostaje bez znaczenia dla decyzyjnej użyteczności informacji przekazywanej inwestorom i skuteczności relacji inwestorskich. Dla inwestorów ważny jest dostęp do informacji związanych z istotnymi elementami dotyczącymi czynników decydujących o wartości, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych, tj. wynikających z charakteru rynku, na którym działa przedsiębiorstwo, i perspektyw jego zmian. Dlatego słuszne jest stwierdzenie, że zarząd stosujący model raportowania wartości powinien zaznajomić się z procesem decyzyjnym, jaki wykorzystują inwestorzy, i dostarczyć model sprawozdawczości w taki sposób, aby stała się ona zrozumiała i użyteczna podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych[6].

Zakończenie

Cel i zakres polityki informacyjnej spółek odgrywa szczególną rolę w kształtowaniu właściwych, przejrzystych relacji inwestorskich. Chodzi nie tylko o okresowe publikowanie wyników finansowych dotyczących przeszłości spółki, ale i zwrócenie uwagi na potencjalne szanse i zagrożenia, czynniki decydujące o wartości i obszary ryzyka. Nowe koncepcje raportów spółek powinny rozszerzyć zakres informacji finansowej o elementy prospektywne, w tym dotyczące wartości i ryzyka. Nie zawsze jednak wystarczającym warunkiem prawidłowej decyzji jest znaczna liczba informacji. Powinny być one przede wszystkim użyteczne, co nie zawsze ma miejsce w sytuacji, gdy inwestorzy dysponują znaczną ich liczbą. Należy więc postawić pytanie o to, jakie informacje są niezbędne dla skutecznej oceny działań i dokonań przedsiębiorstwa, właściwego oszacowania korzyści i kosztów wynikających z ich posiadania. Ważny jest również stopień ich szczegółowości, agregacji, horyzontu czasowego i źródeł

[6] Zob. [Szablewski, Tuzimek (red.), 2005, s. 473–481]. Zaprezentowany model *Value Reporting* uwzględnia cztery płaszczyzny raportowania, z wyróżnieniem charakteru rynku, strategii wartości, działalności kreującej wartość i wyników finansowych.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

pozyskania. Powinien to być zbiór informacji retro- i prospektywnych nie tylko o charakterze finansowym, ale i niefinansowym (np. aktywa niematerialne, kapitał intelektualny, kapitał klienta). Zawsze pozostaje jednak pytanie, o to, jak rozwiązać swoistą antynomię między potrzebą przekazywania informacji inwestorom i oczekiwaniem akceptacji wyborów, dokonań i przyszłych zamiarów przedsiębiorstwa a koniecznością utrzymania pozycji konkurencyjnej na rynku i przewagi nad innymi podmiotami na rynku.

Bibliografia

1. Damodaran A., *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*, Wydawnictwo L. Koźmińskiego, Warszawa 2009.
2. Dziawgo D., *Relacje inwestorskie, ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, PWN, Warszawa 2011.
3. *Financial Reporting of Risk – Proposals for a Statement of Business Risk*, ICAEW, London 1998.
4. Karmańska A., *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009.
5. Kirchhoft K.R., Piwinger M. (red.), *Die Praxis der Inwestor Relations Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmairkt*, Ludzterhand Verlag, Frankfurt/Main 2001.
6. Linsley P.M., Shrives P.J., *Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies*, "The British Accounting Review" 2006, 38.
7. Łukasik G., *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Ekonomiczny, Katowice 2010.
8. Martin T.A., Bär T., *Grundzüge des Risiko-managements nach Kontra G*, Oldenbourg Verlag, München–Wien 2002.
9. *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości finansowej*, cz. A: *Założenia, koncepcje i wymogi*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, wg stanu na dzień 1 stycznia 2011.
10. *No surprises: The Case for Better Risk Reporting*, ICAEW, London 1999.
11. Nowak E. (red.), *Strategiczna rachunkowość zarządcza*, PWE, Warszawa 2008.
12. Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2007.
13. *Preliminary Views on Financial Statement Presentation*, Discussion Paper 2008, London, International Accounting Standards Board.
14. Schrand C.M., Elliot J.A., *Risk and financial reporting: a summary of the discussion at the 1997 AAA/FASB conference*, "Accounting Horizons" 1998, 12 (3).
15. Solomon J.F., Solomon A., Norton S.D., Joseph N.L., *A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform*, "British Accounting Review" 2000, 32 (4).
16. Szablewski A., Tuzimek R. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2005.
17. Śnieżek E., Wiatr M., *Raportowanie przepływów pieniężnych w kontekście zmian we współczesnej sprawozdawczości finansowej*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
18. Świderska G. (red.), *Informacja zarządcza w procesie formułowania i realizacji strategii firmy*, Difin, Warszawa 2003.
19. Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, t. 2: *Wskaźniki finansowe*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2009.
20. *Working for Better Risk Reporting*, ICAEW, London 2002.
21. *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, A. Szablewski, R. Tuzimek, (red.), Poltext, Warszawa 2005.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 16:09:05

The role of corporate information policy in the appropriate investor relations

The information policy defined as the conscious use of different sets of information should not only provide data but also should make the investors properly use the knowledge of the company in their practical choices.

The main objective is to convince investors about the actual value of the company, as the subject of capital investment. Disclosure of information is one of the most difficult part of the communication process between investors and company. In conveying information, special role is played by the risk reporting and data necessary for the proper company valuation, both in terms of economic and market value.