

Elżbieta Maria Wrońska^{*}

**ASYMETRIA INFORMACYJNA.
POTRZEBA I ZNACZENIE BUDOWANIA RELACJI
Z INWESTORAMI W PROCESIE TWORZENIA
WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY**

1. WSTĘP

Duża rola informacji wynika z rozdzielenia własności od zarządzania oraz powstania różnicy w wiedzy menedżerów i właścicieli. Dopływ informacji do właścicieli na temat funkcjonowania podmiotu jest kwestią determinującą podejmowane przez inwestorów decyzje. Informacja generowana jest przez podmiot prowadzący działalność gospodarczą i przekazywana inwestorom. Inwestorzy na podstawie otrzymywanych informacji podejmują decyzje w zakresie lokaty kapitału oddziałując w ten sposób na kurs giełdowy. Duża rola informacji znalazła swoje odzwierciedlenie w sformułowanej teorii rynków efektywnych. Znaczenie informacji też jest podkreślone ustawowymi regulacjami w zakresie ich upubliczniania przez podmioty gospodarcze.

2. ISTOTA ASYMETRII INFORMACYJNEJ

Rozwój spółek kapitałowych pod koniec XIX w. i na początku XX w. doprowadził do rozdzielenia własności od zarządzania. Fakt rozdzielenia własności od zarządzania spowodował zaistnienie problemów agencji oraz asymetrii informacyjnej. Zjawisko agencji polega na pojawieniu się relacji pryncypał (właściciel) i agent (zarządzający)¹. Wiąże się z tym asymetria informacyjna, a więc różnica w wiedzy osób zarządzających podmiotem gospodarczym oraz właści-

^{*} Dr, adiunkt, Zakład Finansów Podmiotów Gospodarczych, Instytut Ekonomii i Finansów, Wydział Ekonomiczny UMCS w Lublinie.

¹ M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 3, No. 4; E. F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980, Vol. 88.

cieli. Właściciele nie mają bezpośredniego wpływu na zarządzanie spółką i mają ograniczony dostęp do informacji na temat sytuacji podmiotu gospodarczego. Jednocześnie zarządzający dla potrzeb bieżącego prowadzenia spraw spółki mają nieograniczony dostęp do informacji. Dodatkowo, w związku z rozdzieleniem własności i zarządzania oraz pojawieniem się zjawiska agencji i asymetrii informacyjnej występuje też rozbieżność interesów (problemy agencji) między właścicielami (osobami z zewnątrz firmy) a zarządzającymi (osobami funkcjonującymi wewnątrz podmiotu). Podstawowym problemem powszechnie opisywanym w literaturze jest problem selekcji negatywnej (*adverse selection*) oraz pokusy nadużycia (*moral hazard*), a także ukrytego działania przedstawiciela (*hidden action*)².

W celu zmniejszenia asymetrii informacyjnej oraz rozbieżności interesów właścicieli i zarządzających wykorzystywanych jest wiele narzędzi i mechanizmów np. monitorowanie i nadzorowanie działań menedżerów (istnienie rad nadzorczych), powiązanie wynagrodzeń z celami stawianymi przez właścicieli, zapisy statutowe ograniczające władzę zarządu, poddanie spółki ocenie inwestorów na rynku kapitałowym, upublicznianie podstawowych informacji finansowych na rzecz inwestorów.

W prawie polskim występuje szereg zapisów, zarówno w kodeksie spółek handlowych³, jak również ustawie o rachunkowości⁴, które to przepisy chronią interes właścicieli i umożliwiają bieżące monitorowanie działań zarządu oraz zapewniają właścicielom dostęp do informacji.

Ustawa o rachunkowości nakłada obowiązek przygotowywania sprawozdania finansowego oraz składania go po zatwierdzeniu do sądowych akt rejestrowych spółki. Każdy, kto jest zainteresowany uzyskaniem informacji na temat spółki ma otwarty dostęp do danych zgromadzonych w sądzie. W wielu przypadkach ustawa o rachunkowości wymaga dodatkowo badania i publikowania sprawozdań finansowych. Publikowanie następuje w Monitorze Polskim B.

Natomiast kodeks spółek handlowych uwzględnia, przede wszystkim w przypadku spółek kapitałowych, konieczność posiadania rady nadzorczej. Przepisy kodeksu spółek handlowych nakładają na radę nadzorczą obowiązek sprawowania stałego nadzoru nad działaniami zarządu oraz daje możliwość wglądu we wszelkie sprawy i dokumenty spółki. Ponadto rada nadzorcza jest zobowiązana do oceny rocznego sprawozdania finansowego oraz sprawozdania

² Szerzej na ten temat: M. Jerzemska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002; K. A. Lis, H. Sterniczuk (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 43 i nast.; Cz. Mesjasz, *Kontrakty niekompletne jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 57 i nast.

³ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

⁴ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm. (tekst jednolity).

zarządu z działalnością. Ocena ta następuje w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym. Rada nadzorcza ma obowiązek złożyć właścicielom pisemne sprawozdanie z wyników oceny. Zapisy takie, zarówno wynikające z ustawy o rachunkowości, jak również kodeksu spółek handlowych pozwalają właścicielom na stałe monitorowanie spraw spółki i generowanie informacji istotnych z punktu widzenia właścicieli.

Szczególną grupą podmiotów gospodarczych są jednak spółki publiczne, to jest spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych. Rozbieżność interesów właścicieli i zarządu oraz asymetria informacyjna mogą być tu znacznie większe z uwagi na znaczące rozproszenie akcjonariatu i mniejszą siłę głosu. Akcjonariusze spółek publicznych mogą mieć znacznie mniejsze możliwości skutecznego monitorowania i oddziaływania na zarząd. Stąd też chociażby ze względu na zapewnienie ochrony interesu akcjonariuszy spółek publicznych, przekazywanie informacji podlega szczególnym rygorom.

3. POTRZEBA KOMUNIKOWANIA SIĘ SPÓŁEK Z INWESTORAMI I BUDOWANIA RELACJI INWESTORSKICH

W przypadku spółek publicznych, przekazywanie informacji o przedmiocie inwestycji wpływa na lepszą realizację funkcji rynku finansowego (wycenę kapitału, efektywną akumulację, transfer i alokację)⁵.

Rola informacji jest w przypadku podmiotów publicznych szczególnie ważna. Podkreśla to fakt stworzenia teorii rynków efektywnych, która jest jednym z ważniejszych elementów opisujących funkcjonowanie rynków kapitałowych. Teoria ta prezentuje szybkość odzwierciedlania różnego rodzaju informacji na temat spółki w kursach giełdowych. Stopień efektywności jest miarą dojrzałości i jakości rynków kapitałowych.

W przypadku spółek publicznych występują szczególne obowiązki w zakresie przekazywania informacji na rzecz inwestorów. Wiąże się to z koncepcją transparentności (przejrzystości) spółek publicznych⁶. Transparentność jest rozumiana jako swobodny dostęp do aktualnej i wiarygodnej informacji. Wytyczne OECD w zakresie zasad nadzoru korporacyjnego wskazują, że spółki powinny gwarantować terminowe publikowanie precyzyjnych informacji dotyczących wszystkich istotnych spraw spółek, w tym informacji na temat sytuacji finansowej, struktury własności i kapitału i nadzoru sprawowanego nad spółką. Przej-

⁵ D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, PWN, Warszawa 2011, s. 67.

⁶ K. Postrach, *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 229.

rzystość jest z punktu widzenia spółek publicznych istotna bowiem stwarza przesłanki do właściwej alokacji zasobów oraz wyceny spółki⁷.

Obowiązki spółek giełdowych zostały określone ustawowo i w sposób bardzo szczegółowy określają rodzaj publikowanych informacji, formę oraz terminy. Również określone zostały kary za nierzetelne realizowanie obowiązków informacyjnych ale też za wykorzystywanie informacji poufnych (nieupublicznionych) przez osoby mające dostęp do tych danych w celu podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Do podstawowych aktów prawnych regulujących te kwestie zaliczyć należy (oprócz ustawy o rachunkowości oraz kodeksu spółek handlowych) *Ustawę o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z 2005 r.* (dalej nazywaną ustawą o spółkach publicznych)⁸ oraz *Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim*⁹.

Do podstawowych obowiązków należy publikowanie raportów okresowych i bieżących. Raporty okresowe zawierają przede wszystkim dane finansowe oraz komentarz na temat czynników determinujących te dane. Raporty bieżące wymagają publikowania informacji istotnych z punktu widzenia funkcjonowania podmiotu. Określone zostały również wymogi w zakresie zawartości stron internetowych spółek publicznych oraz stawia się wymagania spółkom w zakresie przestrzegania tzw. „dobrych praktyk” (które odnoszą się do standardów komunikacji spółki z inwestorami).

W związku z nałożonymi obowiązkami informacyjnymi, częstym rozwiązaniem stosowanym w praktyce przez spółki publiczne jest zatrudnianie osób lub wręcz powoływanie działu odpowiedzialnego za wypełnianie obowiązków informacyjnych i przekazywanie materiałów do publicznej wiadomości za pośrednictwem serwisów GPW i KNF. W wielu firmach obowiązki tych działów są poszerzane o prowadzenie dwustronnej komunikacji z inwestorami. Tak szeroko ujęte zadania mieszczą się w ramach zjawiska relacji inwestorskich.

Zjawisko relacji inwestorskich (*investor relations*, IR) pojawiło się po II wojnie światowej w gospodarkach rynkowych (a szczególnie w Stanach Zjed-

⁷ *Ibidem*, s. 231.

⁸ *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, DzU 2005, nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

⁹ *Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim*, DzU 2009, nr 33, poz. 259.

noczonych Ameryki Północnej)¹⁰. Zjawisko to ewoluowało wraz z rozwojem rynków finansowych, by osiągnąć aktualną formę odpowiadającą powszechnie ostatnio stosowanej w praktyce koncepcji zarządzania wartością.

Pierwotnie relacje inwestorskie były traktowane wyłącznie jako instrument służący przekazywaniu informacji w minimalnym wymaganym przepisami prawa zakresie. Ranga relacji inwestorskich rosła wraz z rozwojem rynków finansowych. W efekcie IR zaczęły spełniać znacznie szerszy zakres funkcji i być wykorzystywane do osiągnięcia różnych celów. Takimi celami mogą być: wzrost wartości spółki, ułatwienie dostępu do kapitału, redukcja kosztów finansowych, dywersyfikacja źródeł finansowania, obrona przed wrogim przejęciem¹¹.

Warto też zwrócić uwagę, że podkreśla się także wykorzystywanie relacji inwestorskich do zwiększenia rozpoznawalności podmiotu, promocji spółki, kreowania i utrzymywania pozytywnego wizerunku, utrzymania zainteresowania podmiotem, generowaniem wizerunku spółki lidera w gospodarce, wizerunku firmy jako korzystnej lokaty kapitału¹². RI bywa często traktowana jako nieustanna pozytywna komunikacja między firmą a właścicielami, korzystna komunikacja, której celem jest budowanie zaufania, zrozumienia, wsparcia, reputacji¹³.

Obecnie, po wielu latach rozwoju zarówno rynków kapitałowych, jak również relacji inwestorskich, komunikacja z inwestorami jest uważana za jeden z elementów zarządzania wartością dla akcjonariuszy¹⁴. Niektórzy uważają, że najbardziej oczekiwanym efektem RI jest wyższa wycena spółki. Współpraca spółki z inwestorami winna wywierać pozytywny i długofalowy wpływ na wycenę przez rynek. Zwolennicy takiego podejścia argumentują wykorzystywanie relacji inwestorskich w celu zwiększania wyceny rynkowej spółki jest korzystne dla akcjonariuszy i dla spółki¹⁵.

4. INFORMOWANIE A KREOWANIE WARTOŚCI – WYBRANE PROBLEMY

Analizując wpływ komunikowania na wartość przedsiębiorstwa należy w pierwszej kolejności rozróżnić pojęcie wartości wytworzonej przez przedsiębiorstwo dla akcjonariuszy (*shareholder value*) i bogactwa (majątku) akcjonariuszy (*shareholder wealth*). Kategorię wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy (*shareholder value*) można ocenić przy zastosowaniu m. in. miar opartych na zysku ekonomicznym czy też przepływach pieniężnych. Natomiast kategoria majątku akcjonariuszy (*shareholder wealth*) jest postrzegana przez pryzmat

¹⁰ D. Dziawgo, *op. cit.*, s. 56.

¹¹ *Ibidem*, s. 30.

¹² *Ibidem*, s. 37.

¹³ D. A. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008, s. 8.

¹⁴ *Ibidem*, s. 11.

¹⁵ *Ibidem*, s. 24.

kursu giełdowego, zmian tego kursu oraz dochodów w postaci dywidend (*Total Shareholder Return*).

Rozpowszechnienie w ostatnich latach koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem nastawionej na wartość dla akcjonariuszy (*value based management*) oznacza uznanie wiodącej roli interesów właścicieli i tworzenia dla nich wartości. Jednak wiele osób zarządzających uważa, że tworzenie wartości odbywa się poprzez oddziaływanie spółki na poziom kursu giełdowego akcji. Takie założenie wynikać ma z faktu konieczności posiadania zadowolonych akcjonariuszy. Bowiem niezadowoleni akcjonariusze sprzedają akcje co powoduje spadek ich kursu¹⁶, ale też przyczynia się do powstania trudności z pozyskaniem dodatkowego finansowania w przyszłości.

O ile logicznym wydaje się, że winna występować zależność między efektami działania przedsiębiorstwa a oceną tych efektów przez inwestorów (czyli rynkową wartością), to praktyka wskazuje jednak na brak ścisłej zależności między tymi dwoma kategoriami¹⁷. Wyniki finansowe oraz zmiana wyników finansowych (jakkolwiek by je nie mierzyć, czy to zyskiem netto, czy zyskiem ekonomicznym, czy też przepływami pieniężnymi) nie przekładają się bezpośrednio na zmianę kursu giełdowego. Poziom i zmiana cen akcji jest bowiem wynikiem oceny i oczekiwań inwestorów co do możliwości tworzenia wartości dla akcjonariuszy przez spółkę w przyszłości. Informacje na temat osiągnięć spółki oraz jej zamierzeń dają przesłanki do oceny obecnej jak i możliwej do osiągnięcia pozycji konkurencyjnej i osiągnięcia stabilnej sytuacji finansowej. Można więc powiedzieć, że kursy giełdowe są w większym stopniu wynikiem oczekiwań inwestorów co do przyszłych efektów działania spółki¹⁸. Te oczekiwania są kształtowane jednak pod wpływem różnych czynników.

Jednym z czynników determinujących zachowanie inwestorów są informacje przekazywane przez spółkę społeczności inwestycyjnej oraz sposób komunikowania tych informacji. Jak wymagają przepisy prawa, raporty bieżące odnoszą się do publikowania informacji istotnych z punktu widzenia funkcjonowania podmiotu. Jednak dość nieostry podział informacji istotnych od nieistotnych może powodować, że spółka może wykorzystywać publikację raportów bieżących nie tyle do przekazywania informacji, co do działań promocyjnych lub do publikowania informacji wyłącznie pozytywnych. Jednak przekazywanie wyłącznie informacji pozytywnych wywołuje pojawienie się oczekiwań (apetytu, wyobrażeń, emocji, oczekiwania, napięcia) inwestorów co do przyszłości oddziałując w ten sposób na ich zachowania a przez to i na kurs giełdowy.

¹⁶ *Ibidem*, s. 11.

¹⁷ A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 199, s. 34.

¹⁸ R. Stelmach, *Kursy akcji a rzeczywista wartość przedsiębiorstw*, www.wyborcza.biz, 24.10.2011

Warto też zwrócić uwagę na przytoczone definicje relacji inwestorskich, w których wyraźnie jest podkreślane ich znaczenie dla tworzenia pozytywnego wizerunku firmy w oczach inwestorów. Bardzo często istotą funkcjonowania działów relacji inwestorskich jest formułowanie raportów bieżących, w których kwestia doboru pozytywnych faktów oraz doboru słów umożliwiających budowanie pozytywnego wizerunku firmy jest znacznie ważniejsza niż przekazanie istotnych kwestii dotyczących działania firmy. W praktyce znane są przypadki zatrudniania przez spółki publiczne zewnętrznych firmy ds. relacji inwestorskich czy *public relations*, których głównym zadaniem jest monitorowanie artykułów prasowych, publikacji czy wypowiedzi w Internecie na temat spółki. Zadaniem takich agencji bywa też inicjowanie powstawania pochlebnych artykułów na temat spółki i jej osiągnięć oraz kreowania pozytywnego medialnego wizerunku spółki. Działania te często nie są powiązane z faktycznymi osiągnięciami spółki widocznymi w sprawozdaniach finansowych czy też prognozach finansowych. Wydaje się więc, że są to świadome i celowe działania prowadzące do wywołania pozytywnego wizerunku spółki w oczach inwestorów. Takie ujęcie relacji inwestorskich niewiele różni się od definicji fałszowania sprawozdań finansowych, czyli świadomego i celowego budowania wizerunku firmy odmiennego od faktycznego.

Jak zwraca uwagę sama D. Dziawgo, możliwe jest preparowanie przekazów informacyjnych w celu wywołania wzrostu wartości spółki, czyli wywieranie wpływu na nierzetelną wycenę akcji¹⁹. Zbyt powszechne jest wrażenie, iż spółki za bardzo instrumentalnie traktują relacje inwestorskie, które są dość często wykorzystywane do uprawiania swoistej propagandy sukcesu. Choć z założenia IR mają przyczynić się do ograniczania asymetrii informacji na rynku, same mogą taką asymetrię wytwarzać. Stwarza to kolejną pokusę wykorzystania tego narzędzia do manipulacji kursem akcji lub innej manipulacji inwestorami. Sposób przekazania pewnych informacji może wpływać na wzrost kursów lub ich spadek, w zależności od intencji władz spółki. Podobnie można manipulować postawami inwestorów²⁰.

Jako negatywny przykład działania relacji inwestorskich można podać spółkę Enron. Ze spółki tej nie napływały żadne niepokojące informacje, jednocześnie prezentując w swoich sprawozdaniach wysokie zyski, i wartość aktywów mierzona w miliardach dolarów, a kurs akcji rósł, dyskontując prognozowany rozwój. Aż do momentu ogłoszenia bankructwa w 2001 r. rekomendacje analityków dla tej spółki były „kupuj”²¹.

Warto przytoczyć w tym miejscu opracowanie Komisji Nadzoru Finansowego upublicznione w lutym 2011 r. pt. „Wzmocnienie ochrony uczestników

¹⁹ D. Dziawgo, *op. cit.*, s. 122.

²⁰ *Ibidem*, s. 286–287.

²¹ *Ibidem*, s. 58.

rynku kapitałowego²². Opracowanie powstało jako wynik badań realizowanych przez KNF nad przepływem informacji między spółkami publicznymi a rynkiem kapitałowym. W opracowaniu zwraca się uwagę na dużą rolę przejrzystości działania spółek publicznych oraz ochronę inwestorów. Zdaniem KNF obecna sytuacja wymaga zwiększenia roli działań prewencyjnych oraz poprawy jakości standardów obowiązujących na rynku kapitałowym. W opracowaniu zwrócono uwagę na rosnącą wartość kar nałożonych przez KNF w związku z niewłaściwym wypełnianiem obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne. W okresie 2007–2010 wartość kar wzrosła 5-ciokrotnie. Ponadto zwrócono uwagę, że spółki prowadzą selektywną politykę informacyjną, pomijając zdarzenia istotne dla uczestników rynku. KNF uważa, że zmniejszanie asymetrii informacyjnej nie może dotyczyć przekazywania informacji istotnych wyłącznie z punktu widzenia podejmowania decyzji inwestycyjnych przez właścicieli. Inwestowanie na giełdzie bowiem wymaga stałego dopływu na rynek kapitałowych informacji ważnych dla funkcjonowania emitenta.

KNF w swoim opracowaniu zwraca też uwagę na przekazywanie przez spółki publiczne informacji agencjom PR jeszcze przed upublicznieniem tych informacji. Na tej bazie agencje PR mogą podejmować czynności mające na celu doprowadzenie do poprawy notowań spółki. Zwrócić też uwagę, że zdarzają się sytuacje rozpowszechniania informacji wprowadzających inwestorów w błąd za pośrednictwem mediów. Działanie takie ma dużą siłę oddziaływania. Działania takie wprowadzają bowiem w błąd uczestników rynku, narażają na ryzyko błędnego postrzegania sytuacji czy działań emitenta i w konsekwencji podjęcia decyzji inwestycyjnych w warunkach niewłaściwej relacji ceny do sytuacji emitenta. Rozpowszechnianie informacji mogących wprowadzić w błąd następować może z inicjatywy samych emitentów przez firmy wynajęte przez spółkę. Możliwe też jest niedokonywanie przez emitenta sprostowań do informacji mogących wprowadzić inwestora w błąd. KNF rozważa więc wprowadzenie obowiązku demontowania informacji nieprawdziwych pod groźbą kary pieniężnej.

Opracowanie KNF zwraca też uwagę na rekomendacje przygotowywane przez analityków giełdowych. Podkreśla, że te opracowania mogą być cenotwórcze. Warto przypomnieć tu opracowanie UNICredit CAIB UK Ltd dotyczące sporządzenia rekomendacji dotyczącej Grupy Lotos SA. W opinii KNF rekomendacja ta została przygotowana bez zachowania należytej staranności i bez zapewnienia rzetelności, za co nałożona została kara w wysokości 500 000 zł.

Innym czynnikiem determinującym zachowania inwestorów są oczekiwania i nastawienie inwestorów oraz ich sposób rozumienia informacji pojawiających się na rynku finansowym a wynikające z ich wewnętrznej percepcji i predyspozycji inwestora. Nie wszystkie zachowania inwestora mają bowiem racjonalny charakter. Często występuje tzw. ograniczona racjonalność, która jest przedmiotem zain-

²² *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, opracowanie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, maszynopis powielony, Warszawa luty 2011, www.knf.gov.pl

teresowań psychologii w ramach koncepcji finansów behawioralnych. Rozwój tej koncepcji wynikał z faktu dostrzeżenia rozbieżności pomiędzy sytuacją gospodarczą kraju, sytuacją finansową podmiotów gospodarczych czy też racjonalnych przewidywań dotyczących przyszłości a zachowaniami i decyzjami inwestycyjnymi właścicieli spółek giełdowych oraz w konsekwencji kursów akcji. Stąd też podjęto próby wyjaśnienia zachowań inwestorów czynnikami behawioralnymi.

W finansach behawioralnych zwraca się uwagę, że na decyzje inwestorów w większym stopniu mają wpływ czynniki wynikające ze sposobu postrzegania rzeczywistości, preferencji osobistych, uwarunkowań społeczno-kulturowych, przekonań oraz stanów emocjonalnych²³. Czynniki te determinują sposób rozumienia i interpretowania informacji i sygnałów przekazywanych przez spółki, a w efekcie podejmowane decyzje i realizowane działania.

Warto uwzględnić przy zagadnieniach polityki komunikowania spółki z inwestorami kwestie związane z symptomami i przyczynami kryzysu finansowego, który dotknął w ostatnich latach świat finansów. Analizując symptomy warto między innymi wspomnieć o zbyt wysokiej relacji wyceny rynkowej aktywów w stosunku do ich rzeczywistej wartości²⁴.

Wśród przyczyn powstania rozbieżności pomiędzy wartością rzeczywistą a wartością rynkową można wymienić fałszowanie sprawozdań finansowych, ale też nierzetelną polityką informacyjną. Polityka informowania inwestorów przez spółki publiczne skoncentrowana została na przekazywaniu wyłącznie pozytywnych informacji, które wpływać miały na decyzje inwestorów prowadzące do wzrostu kursu giełdowego akcji spółek. A więc polityka informowania prowadzić mogła do powiększania się asymetrii informacyjnej.

Inną wskazywaną przyczyną kryzysu finansowego jest uznanie za jeden z podstawowych celów przedsiębiorstwa wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Teoria budowania wartości dla akcjonariuszy, która w ostatnich latach stała się wiodącą przy ocenie zarządów zakłada, że wzrost wartości firmy osiąga się przede wszystkim poprzez wykorzystanie efektu dźwigni finansowej²⁵. Dodatkowo, jeśli dla zwiększenia zyskowności w krótkim okresie czasu redukuje się poziom wydatków inwestycyjnych, badawczo-rozwojowych, czy szkolenia personelu, zyski wzrastają do wysokości, które są oczekiwane przez udziałowców czyli na poziomie *double-digit growth*. Taka dynamika wzrostu jest trudna do utrzymania w długim okresie. Natomiast jest możliwa do osiągnięcia krótkookresowo, czyli np. co kwartał, półrocze, rok – a w takich terminach raportowane są wyniki²⁶.

²³ A. Szyska, *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 18–21.

²⁴ N. Roubini, S. Mihm, *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 35

²⁵ P. H. Dembinski, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa 2011, s. 148, www.audyt ryzyka.com

²⁶ www.audyt ryzyka.com

5. PODSUMOWANIE

Asymetria informacyjna jest postrzegana jako negatywny aspekt funkcjonowania spółek kapitałowych. Podejmowano wiele działań, często wspieranych przepisami prawa, by tę asymetrię zmniejszyć. Zmniejszanie asymetrii ma prowadzić bowiem do zabezpieczenia realizacji interesów właścicieli, ochrony kapitału wniesionego przez właścicieli oraz lepszego wypełniania funkcji przez rynek kapitałowy.

Jednym z wdrożonych rozwiązań mających zmniejszyć asymetrię informacyjną jest obowiązek publikowania informacji bieżących i okresowych przez spółki publiczne. Okazuje się jednak, że obowiązek ten (mimo, że jest obwarowany karami w przypadku nierzetelnej jego realizacji) jest wypełniany wybiórczo przez spółki. Spółki często koncentrują się na danych pozytywnych, które mogą mieć korzystny wpływ na kurs rynkowy akcji. Takie podejście zwiększa istnienie asymetrii informacyjnej. W efekcie zamiast przyczyniać się do informowania o wytworzonej wartości i budowania bogactwa akcjonariuszy dochodzić może do zafałszowania faktycznego obrazu sytuacji spółki i niewłaściwej wyceny aktywów (majątku właścicieli).

Elżbieta Maria Wrońska

INFORMATION ASYMMETRY. INVESTOR RELATION REQUIREMENTS AGAINST SHAREHOLDER VALUE CREATION

Information asymmetry means that investors know less than managers. There are known many different remedies in order to minimize these differences in knowledge. Some of them are enacted by law regulations. It is worth noting that public companies have special information duties. They have to announce every crucial information about company. Their financial statements are the object of thorough scrutiny made by auditors.

Even though, there are many known cases that public companies use information announcing duties to convey only good news about themselves. Their aim is to bring about positive investor reactions and feelings. Many companies believe that creating shareholder value means increasing stock price.

This way of thinking mixed with investors behavior proved to lead nowhere. Companies focused on shareholders value concentrated their efforts on short-term results even with harm to their future prospects. Gaining increase of stock prices doesn't mean increase of shareholder wealth. Because this increase in stock price might be easily corrected to their real (intrinsic) value.

Key words: information asymmetry, investor relation, shareholder value, shareholder wealth.