

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**311**

# **Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju**



Redaktorzy naukowi

**Grażyna Borys**

**Alicja Janusz**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka  
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz  
Korektor: Barbara Cibis  
Łamanie: Małgorzata Czupryńska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:  
[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),  
The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),  
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon  
[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się  
na stronie internetowej Wydawnictwa  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2013

**ISSN 1899-3192**  
**ISBN 978-83-7695-311-3**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Joanna Błach:</b> Raportowanie CSR jako element relacji inwestorskich przedsiębiorstwa .....	11
<b>Michał Buszko:</b> Efektywność inwestowania na rynku kapitałowym w spółki odpowiedzialne społecznie .....	20
<b>Marlena Ciechan-Kujawa:</b> Użyteczność raportów CSR w ocenie stopnia zaangażowania przedsiębiorstw w odpowiedzialność społeczną.....	32
<b>Iwona Dorota Czechowska:</b> Ograniczenia w dostępie do usług bankowych klientów 60+ w perspektywie zrównoważonych finansów .....	45
<b>Beata Domańska-Szaruga, Anna Maria Rak:</b> <i>Shadow banking</i> na rynku usług finansowych .....	54
<b>Danuta Dziawgo:</b> Etyka a dystrybucja produktów finansowych.....	63
<b>Leszek Dziawgo:</b> Rynek ekologicznych funduszy inwestycyjnych w obszarze G-A-S-L .....	74
<b>Justyna Fijałkowska:</b> Zakres ujawnień w raportach społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw .....	85
<b>Joanna Fila:</b> Mikrofinanse a wykluczenie finansowe i społeczne – polityka i instrumenty .....	95
<b>Robert Huterski:</b> Neutralność pieniądza a koncepcja zrównoważonego rozwoju .....	107
<b>Adam Kosiuk:</b> Rachunkowość odpowiedzialności społecznej spółek giełdowych indeksu RESPECT .....	116
<b>Dorota Krupa:</b> Fundusze SRI we Francji .....	125
<b>Dorota Korenik:</b> Zasady i formy społecznie odpowiedzialnej bankowości ...	134
<b>Katarzyna Kozak:</b> Miejsce <i>shadow banking</i> w sektorze bankowym .....	144
<b>Gabriela Łukasik:</b> Rola relacji inwestorskich w prawidłowym rozwoju współczesnych przedsiębiorstw.....	153
<b>Magdalena Urbańska-Maluha:</b> Rynkowe mechanizmy w ochronie klimatu w Unii Europejskiej i w Polsce.....	162
<b>Tomasz Piotr Murawski:</b> Społecznie odpowiedzialne indeksy giełdowe a światowy trend rynków finansowych w wymiarze ESG .....	171
<b>Aleksandra Paszkiewicz:</b> RESPECT Index GPW w Warszawie jako giełdowy indeks społecznej odpowiedzialności biznesu.....	182
<b>Jarosław Pawłowski:</b> Indeksy meteorologiczne a pogodowe instrumenty pochodne.....	192

<b>Arleta Szadziewska:</b> Raportowanie społecznej odpowiedzialności przez przedsiębiorstwa przemysłu spożywczego w Polsce.....	201
<b>Piotr Zasepa:</b> Analiza efektywności inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na przykładzie indeksu RESPECT .....	212
<b>Agnieszka Żołądkiewicz:</b> Biogazownie rolnicze jako szansa dla polskiej wsi	221
<b>Jan Żuralski:</b> Społeczna odpowiedzialność EBC i FED w obliczu wyzwań XXI wieku .....	231

## Summaries

<b>Joanna Blach:</b> CSR reporting as a component of enterprise investor relations .....	19
<b>Michał Buszko:</b> Effectiveness of investing on capital market into socially responsible corporations .....	31
<b>Marlena Ciechan-Kujawa:</b> Usefulness of the CSR reports to the assessment of the involvement of companies in corporate social responsibility .....	44
<b>Iwona Dorota Czechowska:</b> Limitations on the access to banking services of clients 60+ in the perspective of sustainable finance.....	53
<b>Beata Domańska-Szaruga, Anna Maria Rak:</b> Shadow banking on financial services market .....	62
<b>Danuta Dziawgo:</b> Ethics and financial products distribution .....	73
<b>Leszek Dziawgo:</b> Ecological investment funds market in G-A-S-L zone .....	84
<b>Justyna Fijałkowska:</b> Corporate Social Responsibility and sustainable development report – dilemmas of disclosure.....	94
<b>Joanna Fila:</b> Microfinance and social and financial exclusion – policy and instruments.....	106
<b>Robert Huterski:</b> Neutrality of money and the concept of sustainable development .....	115
<b>Adam Kosiuk:</b> Accounting of social responsibility of quoted companies of RESPECT Index .....	124
<b>Dorota Krupa:</b> SRI funds in France.....	133
<b>Dorota Korenik:</b> Rules and forms for socially responsible banking.....	143
<b>Katarzyna Kozak:</b> Shadow banking system in the bank sector.....	152
<b>Gabriela Łukasik:</b> The role of investor relations in the proper development of modern enterprises .....	161
<b>Magdalena Urbańska-Malucha:</b> Market mechanisms in climate protection in the European Union and Poland .....	170
<b>Tomasz Piotr Murawski:</b> Socially responsible stock indexes as a realization of world tendency of financial market in ESG dimension.....	181
<b>Aleksandra Paszkiewicz:</b> RESPECT Index as a CSR Index of the Warsaw Stock Exchange .....	191

---

<b>Jarosław Pawłowski:</b> Weather indexes and weather derivatives .....	200
<b>Arleta Szadziwska:</b> Corporate Social Responsibility reporting by food companies in Poland .....	211
<b>Piotr Zasępa:</b> Analysis of the effectiveness of investment in an index of socially responsible companies on the example of RESPECT Index .....	220
<b>Agnieszka Żołądkiewicz:</b> Farm biogas plants as a chance for Polish village.	230
<b>Jan Żuralski:</b> Social responsibility of ECB and FED in the face of challenges of the XXI century .....	240

**Gabriela Łukasik**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

---

## **ROLA RELACJI INWESTORSKICH W PRAWIDŁOWYM ROZWOJU WSPÓŁCZESNYCH PRZEDSIĘBIORSTW**

---

**Streszczenie:** Procesy rynkowej transformacji współczesnych przedsiębiorstw i ich funkcjonowanie na integrującym się rynku finansowym wymagają podejmowania takich działań, które zapewnią utrzymanie przewagi konkurencyjnej, będącej elementem ich rozwoju. Podejmowanie decyzji rozwojowych i ich finansowanie zgodne z logiką gospodarki rynkowej zapewniają prawidłowe relacje inwestorskie. Przedsiębiorstwa, które chcą utrzymać stabilny i długoterminowy dostęp do kapitału, muszą wyznaczyć nowe relacje inwestorskie, pozwalające ograniczyć asymetrię informacji i konflikty interesów różnych uczestników rynku (w tym m.in. między właścicielami a zarządem spółek). W artykule wyróżniono główne cele i zakres relacji inwestorskich w powiązaniu z cechami aktualnych teorii przedsiębiorstwa i wymogami rynku kapitałowego.

**Słowa kluczowe:** relacje inwestorskie, rozwój przedsiębiorstwa, teorie przedsiębiorstwa, interesariusze.

### **1. Wstęp**

Głównym problemem prawidłowego funkcjonowania współczesnego przedsiębiorstwa w zmieniającym się otoczeniu jest zapewnienie mu zrównoważonego rozwoju, z uwzględnieniem zmian systemowych pozwalających na osiągnięcie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej. Konieczność rozwoju przedsiębiorstwa wynika również z oczekiwań różnych grup interesariuszy, w tym szczególnie właścicieli. Warunkiem rozwoju jest dostęp do kapitału umożliwiającego finansowanie przedsięwzięć i projektów inwestycyjnych.

Rozwój rynku kapitałowego i gotowość spółek do pozyskiwania kapitału na zorganizowanych rynkach zwiększa rolę relacji inwestorskich i właściwego kształtowania kontaktów z uczestnikami rynku finansowego. Przedsiębiorstwa, które chcą utrzymać stabilny, długoterminowy dostęp do kapitału, muszą wyznaczyć takie relacje inwestorskie, aby zabezpieczyć wzrost wartości swoich papierów wartościowych. Właściwe funkcjonowanie polskich spółek na rynku kapitałowym wymaga

nowego modelu relacji inwestorskich z uwzględnieniem aktualnego etapu rozwoju rynku i oczekiwanych kierunków zmian rynkowych. Są to nowe zagadnienia wynikające głównie z oddzielenia zarządu od właścicieli oraz asymetrii informacji ograniczającej efektywność rynku i możliwości skutecznej emisji akcji. Nabierają one szczególnego znaczenia w warunkach dokonujących się zmian strukturalnych i zwiększonego ryzyka podejmowanych transakcji. Efektywne relacje inwestorskie oparte na dwustronnej komunikacji ułatwiają dotarcie do inwestorów, zrozumienie ich oczekiwań dotyczących źródeł wartości, prawidłową ocenę reakcji rynku na informacje i źródeł ewentualnych konfliktów między inwestorami a menedżerami.

Relacje inwestorskie wiążą się również z problemem nadzoru korporacyjnego, rozumianego jako zapewnienie właściwych relacji i zasad między zarządem a właścicielem, dotyczących podziału praw i odpowiedzialności między różne grupy interesów. Wspólną cechą jest także społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa zapewniająca harmonijny i zrównoważony ich rozwój.

Celem artykułu jest identyfikacja celów i zakresu relacji inwestorskich w świetle aktualnych teorii przedsiębiorstwa i cech współczesnych rynków finansowych, w powiązaniu z warunkami i możliwościami właściwego rozwoju podmiotów gospodarczych.

## **2. Cele relacji inwestorskich w powiązaniu z warunkami rozwoju współczesnych przedsiębiorstw**

Zmiany na rynku kapitałowym, wzrost liczby przedsiębiorstw pozyskujących kapitał na rynku zgodnie z modelem bezpośredniego finansowania, wykorzystywanie nowych, bardziej złożonych instrumentów pozyskiwania kapitału wymagają nowych relacji pomiędzy głównymi uczestnikami rynku. Jest to szerszy problem stosunków między różnymi grupami interesariuszy, z których wyróżnić należy relacje przedsiębiorstwa z inwestorami. Inwestor staje się szczególnym interesariuszem o określonych oczekiwaniach, które przedsiębiorstwo (jako kapitałobiorca) powinno spełnić lepiej w stosunku do innych konkurencyjnych podmiotów. Ważne jest nie tylko przekazywanie odpowiednich informacji, ale i uwzględnienie subiektywnych ocen inwestora, zgodnie z jego indywidualnymi preferencjami i własną skłonnością do ryzyka.

Prawidłowe funkcjonowanie współczesnych rynków finansowych wiąże się z: wprowadzeniem właściwej komunikacji pomiędzy uczestniczącymi w nich podmiotami, ograniczeniem ryzyka podejmowanych transakcji, rzetelną wyceną wartości papierów wartościowych oraz zabezpieczeniem interesów emitentów i inwestorów. Szczególnego znaczenia nabierają w tych warunkach dwa ważne zagadnienia: relacje inwestorskie i ład korporacyjny. Są to problemy, które można rozpatrywać oddzielnie, lecz powinno się wyznaczyć ich wspólne cechy, zgodnie z nową filozofią spojrzenia na przedsiębiorstwo i inwestorów odpowiadającą wymogom współczesnych rynków finansowych, gdzie istotnym elementem jest komunikacja zwrotna ze społecznością finansową.

Relacje inwestorskie stanowią element zarządzania strategicznego dotyczący zarówno zagadnień finansowych, jak i komunikacji oraz marketingu, z długoterminowym zabezpieczeniem właściwego kształtowania kontaktów między rynkowo zorientowanymi przedsiębiorstwami a innymi uczestnikami rynku finansowego.

Zagadnienia te nabierają szczególnego znaczenia w warunkach rozwoju przedsiębiorstw, dokonujących się zmian strukturalnych, zwiększonego ryzyka podejmowanych transakcji i związanych z tym oczekiwań dotyczących pełnej akceptacji przez rynek konsekwencji podjętych działań. Jest to również jeden z elementów decydujących o powodzeniu emisji papierów wartościowych świadczących o akceptacji wyborów i dokonań przedsiębiorstwa. Rola relacji inwestorów wzrasta bowiem wraz z rozwojem rynków kapitałowych i gotowością spółek do pozyskiwania kapitału własnego na zorganizowanych rynkach finansowych.

Współczesne rynki finansowe cechuje duży stopień ryzyka i niepewności, istnienie konfliktu interesów pomiędzy różnymi uczestnikami rynku, asymetria informacji i ograniczenia w pełnej efektywności rynku i jego zdolności do poprawnej wyceny instrumentów finansowych. Dostęp do informacji i związana z tym asymetria informacji jest ważnym problemem decydującym o wyborach uczestników rynku i ewentualnych negatywnych tego konsekwencjach (np. negatywna selekcja, hazard moralny). Cechy współczesnych rynków zwiększają więc konieczność zapewnienia poprawnych relacji inwestorskich, decydujących o prawidłowym rozwoju przedsiębiorstw.

Główne cechy rozwoju, takie jak dynamiczne zmiany jakościowe, zwiększone ryzyko, zdolności innowacyjne wskazują, że tradycyjne podejście do finansowania wynikające z klasycznej struktury kapitałowej jest niewystarczające i nie zabezpiecza pełnej realizacji zmieniających się potrzeb i budżetu kapitałowego. Nowy paradygmat rozwojowy wymusza zmiany w relacjach między przedsiębiorstwem a inwestorami (lub innymi interesariuszami), wynikające m.in. z potrzeby oceny ryzyka transakcji, zabezpieczenia negatywnych ich konsekwencji, stworzenia możliwości elastycznej zmiany pozycji wobec innych podmiotów w zależności od zmian wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania. Nowoczesne metody finansowania rozwoju wykorzystują możliwości, jakie stwarzają dynamicznie rozwijające się rynki finansowe i nowe, bardziej złożone instrumenty finansowe pozwalające na elastyczne ich wykorzystanie na różnych etapach cyklu rozwoju przedsiębiorstwa.

Poprzez właściwe kształtowanie wizerunku spółki i zbudowanie trwałych relacji z inwestorami istnieje możliwość zabezpieczenia rzetelnej oceny papierów wartościowych i ograniczenia luki między oczekiwaniami rynku i możliwościami ich spełnienia (ograniczenie luki wartości) z uwzględnieniem standardowych wymogów informacyjnych. Z drugiej strony zapewnienie długoterminowej maksymalizacji wartości wynika z redukcji ryzyka przez właściwy system informacji, zwiększający zaufanie do spółki. Pozwala to nie tylko na prawidłowe zarządzanie ryzykiem, ale i na właściwe wyznaczenie kosztu kapitału, decydującego o obiektywnej i rzetelnej wycenie wartości spółki.



Problem relacji inwestorskich wymaga szerokiego ujęcia, z uwzględnieniem różnych aspektów powiązań przedsiębiorstwa z interesariuszami. Najogólniej to działania dotyczące komunikacji spółki publicznej z rynkiem finansowym i społecznością finansową.

W literaturze trudno znaleźć jednolite podejście do istoty relacji inwestorskich, które definiowane są zwykle przez opis realizowanych zadań lub pełnionych funkcji. W zależności od rodzaju dyscypliny, na płaszczyźnie której definiowane są relacje inwestorskie, podkreślane są ich różne aspekty i cechy. Prezentowane są definicje relacji inwestorskich z perspektywy: *public relations* i marketingu, komunikacji korporacyjnej, zarządzania strategicznego, prawa, sprawozdawczości finansowej czy teorii finansów. Najczęściej jednak przyjmowane jest jedno z dwóch stanowisk podkreślających przynależność relacji inwestorskich do *public relations* lub do finansów korporacyjnych. Pojawiają się również stanowiska łączące różne aspekty relacji inwestorskich, wskazując na interdyscyplinarność podejmowanych problemów (zintegrowane relacje inwestorskie)<sup>1</sup>.

Podkreśla się, że relacje inwestorskie służą przekazywaniu informacji w celu redukcji asymetrii informacji i zwiększenia efektywności procesu podejmowania decyzji przez społeczność finansową. Stanowią one główny element strategii marketingowej przedsiębiorstwa, a ich znaczenie powinno być uwzględnione w trakcie budowania strategii komunikacji korporacyjnej.

Traktując relacje inwestorskie jako element strategii zarządzania, należy uwzględnić je w każdym etapie tworzenia i realizacji strategii od ustalenia wizji

**Tabela 1.** Główne cele relacji inwestorskich

Cele relacji inwestorskich	
Finansowo-gospodarcze	Komunikacyjne
<ul style="list-style-type: none"> <li>• wzrost pozycji rynkowej przedsiębiorstwa, zabezpieczenie interesów inwestorów i ich oczekiwanej stopy zwrotu</li> <li>• zabezpieczenie rzetelnej wyceny papierów wartościowych</li> <li>• ograniczenie luki niedopasowania między oczekiwaniami rynku a możliwościami ich spełnienia, z uwzględnieniem standardowych wymagań informacyjnych</li> <li>• zwiększenie zdolności do pozyskiwania kapitału na rynku finansowym</li> <li>• możliwości prawidłowego zarządzania ryzykiem</li> <li>• redukcja ryzyka wrogiego przejęcia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• poprawa wizerunku spółki</li> <li>• zapewnienie trwałych więzi z właścicielami</li> <li>• odbudowa zaufania inwestorów</li> <li>• rozszerzenie stopnia znajomości spółki na rynku (zabezpieczenie dostępu do informacji)</li> <li>• ograniczenie asymetrii informacji</li> <li>• większe współdziałanie podmiotów na rynku</li> <li>• ograniczenie sytuacji kryzysowych</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Achleitner, Bassen 2001, s. 7-8].

<sup>1</sup> Por.: [Dziawgo 2011, s. 16-27; Marston 1997, s. 137-149; Dolphin 2003, s. 29-30; Cutlip, Center, Broom 1999, s. 21; Andrew 1990, s. 22; Baskin, Aronoff, Lattimore 2002, s. 317].

i misji i związanego z tym systemu wartości do określenia celów i sposobu ich realizacji (strategicznej karty wyników). W każdym etapie należy określić i uwzględnić w wyborach stosunek przedsiębiorstwa do głównych interesariuszy, z oceną ich oczekiwań i wymagań. Interesariuszy można traktować jako swoisty ekosystem biznesu. W tym ujęciu pozwala to na podniesienie efektywności działań i pogłębienie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa [Karpus 2007, s. 547-553].

Niezależnie od zakresu celów przypisywanych relacjom inwestorskim powinny one w konsekwencji zapewnić wzrost wartości spółki wynikający z prawidłowej, długoterminowej wyceny wartości wewnętrznej akcji. Wymaga to właściwego zrozumienia i wykorzystania głównych celów finansowych i gospodarczych oraz komunikacyjnych<sup>2</sup>, których zakres przedstawiono w tab. 1.

Prawidłowe relacje inwestorskie zabezpieczają podejmowanie decyzji rozwojowych i ich finansowanie zgodnie z logiką gospodarki rynkowej i efektywnym mechanizmem alokacji kapitału. Ponadto, istotne jest wzmocnienie nadzoru nad zarządem (menedżerami), który, mając najczęściej niewielki udział w kapitale, będzie ograniczać zakres podejmowanego ryzyka, uwzględniając głównie realizację własnych interesów. Stąd też zakres procesów rozwojowych podejmowanych przez zarząd spółki może odbiegać od oczekiwań właścicieli.

### **3. Relacje inwestorskie w świetle aktualnych teorii przedsiębiorstwa**

Szersze zainteresowanie się relacjami inwestorskimi jest – jak już zaznaczono – konsekwencją zmian roli i miejsca przedsiębiorstwa w otoczeniu rynkowym, wysuwania nowych teorii przedsiębiorstwa i nowych zasad funkcjonowania współczesnych rynków finansowych. Jest to zagadnienie szerokie i wieloaspektowe, z wyróżnieniem różnych modeli funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa w zależności od akcentowania w działalności podmiotów gospodarczych aspektów społecznych, finansowych, ekologicznych, różnego podejścia i możliwości oceny oczekiwań interesariuszy, jak również stopnia stabilności (zmienności) warunków otoczenia. Często przeciwstawia się cechy modelu finansowego przedsiębiorstwa, z dominacją interesu właścicieli, modelowi społecznemu, uwzględniającemu interesy wielu grup interesariuszy. Teorie przedsiębiorstwa, począwszy od modeli klasycznych (tradycyjnych) do współczesnych teorii menedżerskich, finansowych i behawioralnych, odmiennie traktują cele i aspiracje przedsiębiorstwa, ich postawy i zachowania, konflikty interesów różnych grup, co nie pozostaje bez znaczenia dla analizy i oceny procesów decyzyjnych, czynników warunkujących ich funkcjonowanie i rozwój, zarówno wewnątrz systemu, jak i w jego otoczeniu. Wskazuje to na złożoność przedsiębiorstwa, jego zachowań i motywacji działań.

---

<sup>2</sup> Szerzej: [Dziawgo 2011, s. 27-33].

Tradycyjne modele przedsiębiorstwa oparte na zasadzie racjonalności działań, maksymalizacji oczekiwanej użyteczności w warunkach doskonałego rynku i pełnej dostępności do informacji akcentują, że w wyborach istotne są reakcje cenowe oraz produkcyjne na różnych typach rynku. Motywem działania są stabilny i prawidłowo zachowujący się zbiór preferencji oraz pełna i doskonała informacja o przyszłych zdarzeniach gospodarczych i oczekiwaniach rynku. Współczesne modele zachowania przedsiębiorstwa zakładają, że działa ono w warunkach ryzyka i niepewności, ograniczonej racjonalności na „burzliwych” rynkach, co różnicuje sposoby jego zachowań, wyborów i strategii. Nie jest to również prosta, automatyczna odpowiedź wyłącznie na oczekiwania rynków<sup>3</sup>.

W teoriach przedsiębiorstwa wskazuje się na rozbieżność między klasycznym paradygmatem maksymalizacji zysku a modelem finansowym eksponującym korzyści właścicieli czy modelem behawioralnym, wyróżniającym interesy różnych uczestników procesów gospodarczych (nierazko opartych na partykularnych, elastycznych preferencjach). Decyduje to również o odejściu od klasycznej zasady: racjonalność – równowaga do odpowiadającej współczesnym przedsiębiorstwom triady działań: celowe zachowania–interes własny–trwałość rozwoju.

Na tle krytyki tradycyjnego podejścia do celu przedsiębiorstwa powstały alternatywne teorie przedsiębiorstwa, starające się uwzględnić zmienność warunków działania oraz wyzwania stawiane współczesnym przedsiębiorstwom.

Spośród wielu współczesnych teorii przedsiębiorstwa wyróżnić należy trzy główne modele<sup>4</sup>:

1) finansowy (menedżerski model przedsiębiorstwa) z perspektywą wartości dla właścicieli (akcjonariuszy), w warunkach oddzielenia funkcji własności od funkcji zarządzania, z możliwością konfliktu interesów (zgodnie z teorią agencji);

2) behawioralny model przedsiębiorstwa (model kontraktowy) zwracający uwagę na indywidualną sytuację konkretnych podmiotów o różnych oczekiwaniach z dominacją indywidualnego podejścia do odpowiedzialności, ładu społecznego i wartości etycznych<sup>5</sup>;

3) społeczny model przedsiębiorstwa, z perspektywą wartości dla interesariuszy i dominacją społecznej odpowiedzialności podmiotów.

Każdy z nich wskazuje na różne rozumienie celu działania przedsiębiorstw, sposobu jego realizacji i pozycji w otoczeniu rynkowym. Trudno wyróżnić jeden z modeli; każdy z nich eksponuje różne elementy działania przedsiębiorstwa, z różną relacją do podmiotów otoczenia. Można wysunąć tezę, że prawidłowe relacje inwestorskie łączą każde z cech przedsiębiorstwa, zapewniając w konsekwencji właściwe funkcjonowanie podmiotów gospodarczych.

<sup>3</sup> Przegląd definicji przedsiębiorstwa oraz jego celów z perspektywy różnych teorii można znaleźć m.in. w: [Noga 2007; Gruszecki 2002; Walczak 2007, s. 15-23; Dziawgo, Zawadzki 2011, s. 9-10; Sudoł 2006, s. 33-37].

<sup>4</sup> Szerzej: [Gruszecki 2002].

<sup>5</sup> Behawioralne podejście do istoty współczesnego przedsiębiorstwa traktuje się często jako główny nurt rozwoju teorii przedsiębiorstw. Zob. [Komorowski 2011, s. 15-65].

**Tabela 2.** Modele przedsiębiorstwa w powiązaniu z relacjami inwestorskimi

	Behavioralne	Finansowe	Spoleczne
1	2	3	4
Cechy modeli	<ul style="list-style-type: none"> <li>• podmiotowe (indywidualne) podejście do decydentów</li> <li>• założenie wolności gospodarczej i autonomii wyboru</li> <li>• subiektywne uwarunkowania wyborów przedsiębiorstwa zgodnie z elementami psychologii</li> <li>• relacje ekonomiczne traktowane jako suma indywidualnych przypadków</li> <li>• odrębność celów i interesów każdego podmiotu</li> <li>• indywidualne kryteria racjonalnych wyborów, z wyróżnieniem ograniczeń poznawczych, emocji, indywidualnych preferencji i skłonności do ryzyka</li> <li>• wyróżnienie wartości etycznych (w tym etyka biznesu)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• dążenie do uzyskania korzyści właścicieli</li> <li>• dominacja w wyborach wartości dla akcjonariuszy (interesów właścicieli)</li> <li>• skłonność do ryzyka zgodna z oczekiwaniami właścicieli</li> <li>• możliwość dominacji określonych grup właścicieli</li> <li>• możliwość konfliktu interesów między zarządem i właścicielami oraz właścicielami mniejszościowymi i większościami</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• dążenie do wzrostu wartości dla różnych grup interesariuszy</li> <li>• wyróżnienie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa</li> <li>• równoważne traktowanie interesów różnych grup interesariuszy, bez dominacji jednej z nich</li> <li>• społecznie odpowiedzialne inwestowanie</li> </ul>
Rola relacji inwestorskich według modeli przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zapewnienie zbieżności indywidualnych wyborów z ogólnymi celami przedsiębiorstwa</li> <li>• ograniczenie psychologicznych, indywidualnych i zróżnicowanych preferencji inwestorów</li> <li>• systemowe podejście do wyborów z uwzględnieniem zależności ekonomicznych i relacji międzyludzkich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ograniczenie konfliktu interesów między zarządem i właścicielami</li> <li>• zapewnienie wyborów inwestorów zgodnie z celami właścicieli</li> <li>• zwrotne dostosowanie celów właścicieli do oczekiwań inwestorów</li> <li>• zbieżność poziomu ryzyka akceptowanego przez właścicieli i inwestorów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zapewnienie działania przedsiębiorstwa z oczekiwaniami interesariuszy</li> <li>• zapewnienie zgodności oczekiwań interesariuszy z celami przedsiębiorstwa</li> <li>• ograniczenie konfliktowych oczekiwań różnych grup interesariuszy</li> <li>• zabezpieczenie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa w realizacji wspólnych celów interesariuszy</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

Relacje inwestorskie powinny uwzględniać każdą z cech różnego podejścia do funkcjonowania współczesnego przedsiębiorstwa, z ograniczeniem konfliktów interesów uczestników rynku i eliminacją zakłóceń poznawczych (tab. 2). Można zgodzić się z twierdzeniem, że dopiero połączenie głównych teorii daje wielowy-

miarowy obraz przedsiębiorstwa, traktowanego jako złożony system, kierujący się określonymi wartościami. Powinno to umocnić przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwa w zakresie dostępu do kapitału na rynku finansowym. Służą temu odpowiednie zasady komunikacji, właściwa polityka informacyjna i odpowiednie regulacje prawne (systemowe).

Relacje inwestorskie mogą więc ograniczać konflikty interesów nie tylko w zakresie dostępu do informacji, ale i zakresu odpowiedzialności i realizacji indywidualnych celów. Wspólnota interesów, oparta na wspólnych wartościach, z możliwością kompromisu interesariuszy może być konsekwencją prawidłowo realizowanych relacji inwestorskich. Takie ujęcie pozwala wyznaczyć istotny cel kształtowania właściwych relacji inwestorskich zapewniających konkurencyjną pozycję w otoczeniu rynkowym, z umiejętnością godzenia sprzecznych interesów różnych grup. Nie oznacza to jednak akceptacji każdego celu, ale aktywne współdziałanie, ze zwrótną reakcją przedsiębiorstwa na negatywne oceny rynku. Ich efektem powinien być stan równowagi przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, wyrażający się zainteresowaniem inwestora sprzedażą i kupnem akcji oraz stabilnością notowań cen rynkowych.

### 3. Zakończenie

Rozwój rynku finansowego i gotowość spółek do pozyskiwania kapitału na zorganizowanych rynkach zwiększy znaczenie relacji inwestorskich. Problem jest więc otwarty, wymagający dalszych analiz i ocen, w tym również dotyczących rzeczywistych relacji inwestycyjnych w praktyce gospodarczej. Przedsiębiorstwa, które zamierzają utrzymać stabilną i długoterminową pozycję na rynku, muszą tak kształtować relacje inwestorskie, aby zapewnić dobry „wizerunek” oraz właściwą i rzetelną wycenę ich papierów wartościowych. Nie bez znaczenia jest również społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa, wymagająca jednoczesnej realizacji celów społecznych, ekologicznych i ekonomicznych, z uwzględnieniem relacji z interesariuszami na zasadach dobrowolności. Powinno to w konsekwencji prowadzić do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, z zastrzeżeniem, że czynniki finansowe, społeczne i ekonomiczne są wzajemnie powiązane, z perspektywą korzyści również dla przyszłych pokoleń, zgodnie z zasadą sprawiedliwości wewnątrzpokoleniowej i międzypokoleniowej.

### Literatura

- Achleitner A.K., Bassen A., *Investor Relations am Neuen Markt*, Schäffer-Poeschal Verlag, Stuttgart 2001.
- Andrew A., *The financial public relations handbook*, Woodhead-Faulkner, New York 1990.
- Baskin O., Aronoff C., Lattimore D., *Public relations: the profession and the practice*, McGraw-Hill Education, 2002.

- Cutlip S.M., Center A.H., Broom G.M., *Effective Public Relations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1999.
- Dolphin R.R., *Approaches to investor relations: implementation in the British context*, "Journal of Marketing Communications", 9/2003.
- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie, ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, PWN, Warszawa 2011.
- Dziawgo D., Zawadzki A., *Finanse przedsiębiorstwa. Istota – narzędzia – zarządzanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
- Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Karpuś P., *Problem interesariuszy w budowaniu strategii przedsiębiorstwa*, [w:] *Problem rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wyd. Uniwersytetu MCS, Lublin 2007.
- Komorowski J., *Cele i wartości współczesnego przedsiębiorstwa. Ujęcie behawioralne*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
- Marston C.L., *Investor relations and corporate governance in large UK companies*, "Scholarly Research and Theory Papers" 5(3)/1997.
- Noga A., *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Sudoł S., *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2006.
- Walczak M. (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2007.

## THE ROLE OF INVESTOR RELATIONS IN THE PROPER DEVELOPMENT OF MODERN ENTERPRISES

**Summary:** Processes of market transformation of modern enterprises and their functioning on the integrating financial market require actions aiming at keeping competitive advantage, which determines their development. Appropriate investor relations assure making development decisions and financing them according to the logic of the market economy. In order to keep stable and long-term access to capital, enterprises have to appoint new investor relations which enable to reduce the asymmetric information and conflict of interests of various groups of market participants (e.g. between shareholders and managers). This paper presents the main objectives and scope of investor relations with regard to features of current theories of enterprise and requirements of capital market.

**Keywords:** investor relations, development of the enterprise, theories of the enterprise, stakeholders.