

Tomasz Rawicki

Obniżenie kosztu kapitału przez relacje inwestorskie

Dużo firm wydaje spore sumy pieniędzy na relacje inwestorskie. Pomimo ponoszenia tych kosztów nadal trudno wymiernie ocenić korzyści płynące z większej otwartości informacyjnej spółek. Czy warto więc inwestować w ten rodzaj działalności?

To ważne pytanie pojawiało się w wielu pracach na temat kosztu kapitału. Ch. Botosan dokonała w 2006 r. ich przeglądu i doszła do wniosku, że większe ujawnianie informacji obniża koszt kapitału. Wcześniejsze badania wskazywały na różnorakie korzyści płynące z ujawniania informacji. Główne efekty poddane analizie dotyczyły redukcji kosztów transakcyjnych, wywiązywania się z obowiązków prawnych, zarządzania oczekiwaniami wobec przyszłych dochodów, redukcji zmienności stóp zwrotu, zmniejszania asymetrii informacji i maksymalizacji bieżącej wartości rynkowej firmy, celem przeprowadzenia wtórnej oferty publicznej po możliwie najwyższej cenie.

Niezawodna, pewna informacja jest istotna dla rynku kapitałowego, ponieważ bieżące ceny akcji wynikają z estymacji/oczekiwań przyszłych dochodów. Im bardziej informacja jest kompletna i rzetelna dla inwestorów, tym mniejsze jest ryzyko błędnego oszacowania przyszłych przepływów pieniężnych (*estimation/information risk*). W zasadzie każda z wymienionych przyczyn może mieć wpływ na chęć ujawniania informacji przez spółki.

Ujawnianie informacji a koszt kapitału

Koszt kapitału (r) jest to minimalna stopa zwrotu wymagana przez inwestorów, aby zaangażować się kapitałowo w przedsięwzięcie. Składa się ze stopy wolnej od ryzyka (r_f) i premii za ryzyko niedywersyfikowalne spółki (r_{prem}), a więc

$$r = r_f + r_{\text{prem}}$$

Koszt kapitału jako stopa dyskontowa uwzględniająca ryzyko ma bezpośrednie przełożenie na wycenę spółki, poprzez dyskontowanie oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych, co zapisane jest wzorem:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(\text{Div}_{t+\tau})}{(1+r)^\tau}$$

Botosan⁽⁴⁾ zbadała zawartość raportów rocznych 122 firm produkcyjnych za 1990 r. pod kątem ujawniania informacji i jego wpływu na koszt kapitału. Dane pochodziły z rankingu tworzono przez AIMR (The Association for Investment Management and Research), dzisiejszy CFA Institute, i obejmowały trzy wymiary otwartości informacyjnej spółek: raporty roczne, raporty kwartalne i bieżące oraz codzienne relacje inwestorskie. Dla firm o niskim zainteresowaniu analityków Botosan udowodniła ujemną zależność między poziomem ujawniania informacji i kosztem kapitału. Natomiast dla firm o dużym

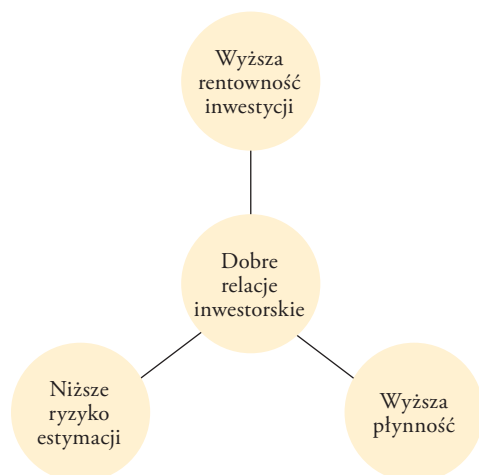
zainteresowaniu analityków nie dowiodła już takiej zależności.

Jeden nurt w literaturze wyjaśnia niższy koszt kapitału rosnącą płynnością akcji będących w obrocie giełdowym. Już Y. Amihud i H. Mendelson²⁾ w 1988 r. potwierdzili, że większą płynność uzyskuje się dzięki niższym kosztom transakcyjnym. Następnie, D. Diamond i W. Verrechia¹⁰⁾ dowiedli, że płynności sprzyja większy popyt na akcje. Kilka lat później M. Brennan i C. Tamarowski⁷⁾ wskazali, że płynność jest pozytywnie skorelowana z zainteresowaniem analityków wybranymi spółkami. Niższa asymetria informacji, w ślad za badaniami D. Easleya i M. O'Hary¹¹⁾, również przekłada się na poprawę płynności spółek o relatywnie małym udziale informacji prywatnych w całym zbiorze informacji.

Drugi nurt w literaturze wyjaśnia niższy koszt kapitału niższym ryzykiem estymacji. Godziwa cena akcji (*fair price*) bazuje na rzetelnych założeniach co do przyszłych przepływów pieniężnych. Jeśli pojawia się brak pewności czy dane ze spółek są kompletne i rzetelne, to wycena godziwa staje się utrudniona, i cena akcji zawiera się w relatywnie szerokim przedziale. Relacje inwestorskie są dobrze postrzegane, jeśli spółka udostępnia również informacje nie wymagane prawem, co obniża ryzyko estymacji. Bywa jednak, że spółki ograniczają się do przekazywania tylko danych wymaganych przepisami prawa. Ryzyko estymacji nie jest dywersyfikowalne, co w teorii jest dowiedzione przez P. Handa i S. Linn¹²⁾. W teoretycznym modelu D. Easleya i M. O'Hary ryzyko estymacji jest jednym z czynników ryzyka determinującym cenę akcji. Autorzy stworzyli model, w którym racjonalny inwestor pozbawiony informacji prywatnych i bazujący tylko na informacjach publicznie dostępnych, kupuje akcje i je trzyma, ale wymaga za to premii za ryzyko posiadania bardziej ryzykownych akcji.

Powyższe badania służyły potwierdzeniu zależności między ujawnianiem informacji a kosztem kapitału. Założono w nich, że publikacja raportu rocznego jest zmienną, która w sposób wystarczający charakteryzuje zjawisko ujawniania informacji. Nie rozróżniały one natomiast dwóch pozostałych form ujawniania informacji, jakie obejmował ranking AIMR, tj. raportów bieżących i kwartalnych oraz codziennych relacji inwestorskich. M. Lang i R. Lundholm¹⁶⁾ dowiedli, że trzy formy ujawniania informacji są wysoce dodatnio skorelowane ze sobą, i raportowanie roczne w wystarczającym stopniu oddaje jakość ujawniania informacji. Dopiero Ch. Botosan i M. Plumlee⁶⁾ przeprowadzili badanie, w którym wyraźnie rozważali różnice między różnymi formami ujawniania informacji. Dokonali zaskakującego odkrycia twierdząc, że tylko publikowanie raportu rocznego jest ujemnie skorelowane z kosztem kapitału. Pozostałe formy, tj. codzienne relacje inwestorskie oraz kwartalne raporty finansowe, skutkują wyższym kosztem kapitału poprzez wywoływaną zmienność. Z kolei B. Bushee i C. Noe⁸⁾ twierdzili, że firmy o wyższej pozycji w rankingu IR przyciągnęły więcej krótkowzrocznych inwestorów instytucjonalnych, którzy

Rysunek 1 Korzyści z dobrych relacji inwestorskich



Źródło: opracowanie własne.

próbowali grać „pod wyniki” i inne ogłoszenia, zwiększając zmienność i w efekcie podnosząc koszt kapitału.

Natomiast M. Brennan i C. Tamarowski⁷⁾ oraz V. Agarwal, A. Liao, E. Nash i R. Taffler¹⁾ doszli do odmiennych wyników i dowiedli, że jakość relacji inwestorskich ma znaczący pozytywny wpływ na cenę akcji, i w rezultacie ujemny wpływ na koszt kapitału. Ci drudzy wykazali, że stopy zwrotu z inwestycji w amerykańskich firmach nominowanych do nagrody „IR Magazine” między 2000 a 2002 rokiem, były ponadprzeciętne rok przed nominacją oraz rok po przyznaniu nagrody.

Z jeszcze innej perspektywy badania przeprowadzili H. Hong i M. Huang¹⁴⁾. Stworzyli model różny od pozostałych i przyjrzeni się relacjom inwestorskim przez pryzmat teorii agencji, która wskazuje na częstą rozbieżność celów osób posiadających dostęp do informacji poufnych, głównie zarządu, i właścicieli firmy. Sugerują, że w przypadku małych i świeżo upublicznych firm ze znaczącym udziałem pakietów zarządu i dyrektorów, kadra zarządzająca przeznaczająca relatywnie duże środki na relacje inwestorskie po to, by osoby posiadające dostęp do informacji poufnych mogły sprzedać swoje pakiety korzystnie. Jest to dość kosztowne dla

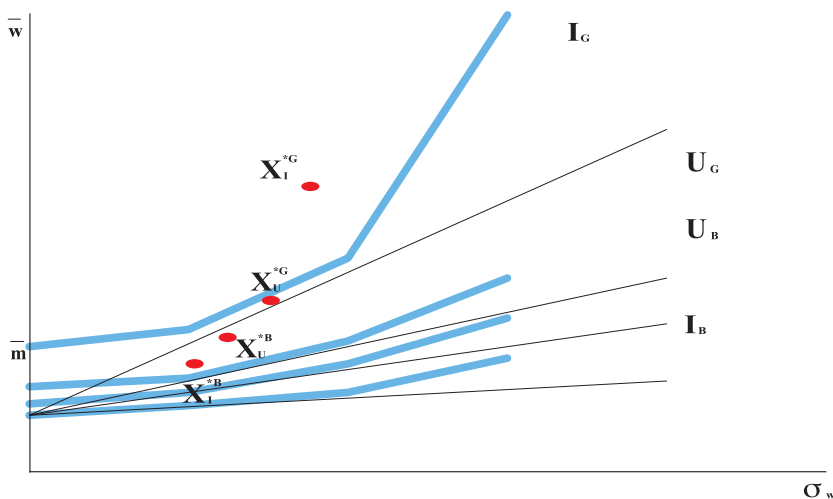
właścicieli takich firm, gdyż absorbuje się dużo czasu poświęcanego przez prezesów (20-25 proc.) i dyrektorów finansowych (50 proc.) na ten obszar spółki. Na początkowym etapie rozwoju spółki potrzebują członków zarządu bardziej dla rozwoju działalności operacyjnej niż zapewniania płynności akcjom. W przypadku dużych firm chęć zwiększania płynności akcji może zaistnieć w sytuacji wynagradzania zarządu akcjami i/lub opcjami na akcje.

Podsumowując, dotychczasowe badania wskazują na trzy główne korzyści dla właścicieli spółek publicznych płynące z dobrych relacji inwestorskich. Przede wszystkim akcje takich spółek powinny, jak pokazano na rysunku 1, cechować się wyższą rentownością, wyższą płynnością i niższym ryzykiem estymacji, co łącznie powinno obniżyć koszt kapitału. Teoria o wykorzystywaniu relacji inwestorskich do sprzedaży udziałów przez osoby posiadające poufne informacje, oczywiście zakłada korzyści właśnie tylko dla tej specyficznej podgrupy właścicieli.

Relacja zysk-ryzyko a informacja

Każdy inwestor oczekuje osiągnięcia w przyszłości określonego dochodu z poczynionych inwestycji. Jednak uzyskany rzeczywiście dochód z zainwestowanych środków zależy od warunków gospoda-

Rysunek 2 Relacja zysk-ryzyko a informacja



Źródło: *Information and the cost of capital*, Easley D., O'Hara M. "The Journal of Finance", Vol. 59, No. 4, August 2004, p. 1568.

rowania, jakie wystąpią w przyszłości. Inwestor powinien uwzględnić przede wszystkim dwa najistotniejsze parametry charakteryzujące daną inwestycję. Są to oczekiwana stopa zwrotu (\bar{w}) oraz stopień ryzyka (σ_w), informujący o ile stopa rzeczywista może się różnić od oczekiwanej ze względu na inne warunki gospodarowania niż przewidywał inwestor.

Rysunek 2 przedstawia różnice w kształtowaniu się relacji oczekiwanego zysku (\bar{w}) i ponoszonego ryzyka (σ_w) dla inwestorów posiadających pełne informacje (I, *informed*) i inwestorów nieposiadających pełnych informacji (U, *uninformed*). Półproste I_G i I_B oraz U_G i U_B przedstawiają relacje zysk-ryzyko dla dobrych (G, *good*) i złych (B, *bad*) informacji. Inwestorzy o pełnych informacjach (I) szybciej i trafniej reagują na nowe informacje płynące z rynku niż pozostali inwestorzy (U). W sytuacji dobrych informacji inwestorzy (I) trzymają w portfelu więcej ryzykownego aktywa niż inwestorzy (U). Można to zapisać jako zależność $X_I^{*G} > X_U^{*G}$, gdzie X_I^{*G} , X_U^{*G} , X_I^{*B} , X_U^{*B} są punktami optymalnymi jako punkty będące punktami styczności krzywych obojętności z prostymi obrazującymi relację zysk-ryzyko. W sytuacji odwrotnej, czyli złych informacji, inwestorzy (I) redukują ekspozycję na ryzykowny walor bardziej niż czynią to inwestorzy (U), co zapisać można w postaci nierówności $X_I^{*B} < X_U^{*B}$.

Firmy mogą wpływać na koszt kapitału poprzez regulowanie precyzji i ilości informacji dostępnych inwestorom. Sprzyjające są wybór standardów rachunkowości, przyjęta polityka ujawniania informacji, jak również zachęcanie kolejnych analityków do pisania raportów giełdowych na temat spółki.

Kształtowanie oczekiwań rynku poprzez prognozy

Firmy powinny udzielać wskazówek takich jak prognozy przychodów, EBIT-

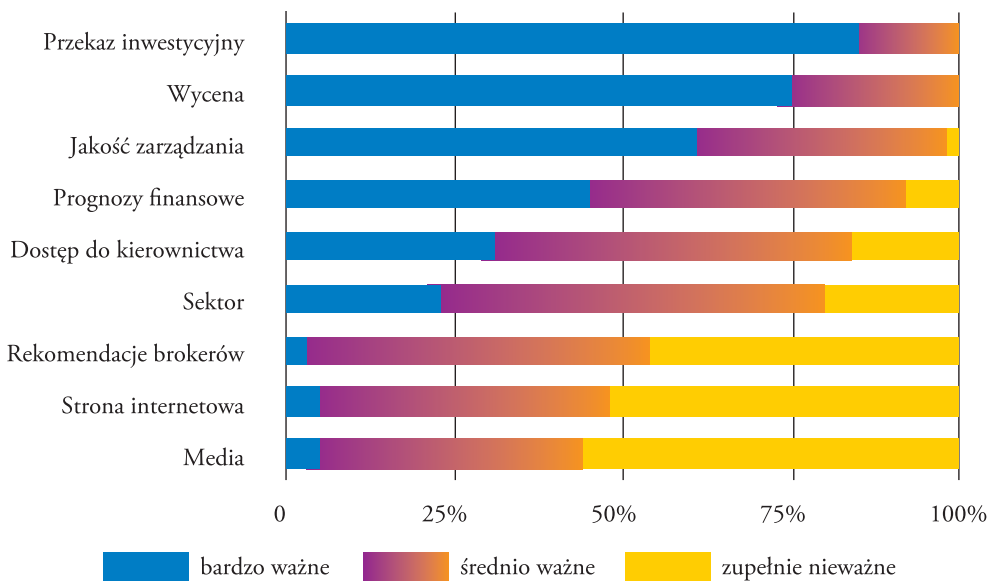
DA, EBIT czy zysku netto. Potwierdzają to dowody empiryczne w formie wyników badań przeprowadzonych przez eventVestor i Sharon Merrill Associates, które NIRI (National Investor Relations Institute) zamieścił na swojej stronie internetowej¹³⁾.

Firmy konsekwentnie udzielające prognoz finansowych uzyskują ponadprzeciętne stopy zwrotu. Natomiast spółki, które nie udostępniają prognoz dotyczących np. przychodów, zysku operacyjnego, zysku netto, są dużo surowiej karane za niespełnione oczekiwania niż firmy udzielające prognoz (średni spadek akcji o 15,4 proc. w porównaniu ze średnim spadkiem o 5,4 proc.). Firmy wcześniej ogłaszające niespodziewane zmiany swoich przychodów, w celu podwyższenia prognoz albo wydania ostrzeżeń dotyczących zysku, uzyskują doskonałe zwroty z cen akcji w porównaniu do firm, które tego nie robią.

Nieudostępnianie prognoz przez spółki lub zaprzestanie ich udzielania jest postrzegane przez rynek kapitałowy jako zapowiedź słabych wyników finansowych. Dodatkowo wśród takich spółek częstsze są błędy analityków i większe rozbieżności w estymacjach. Firmy zaprzestające udostępniania prognoz są rzadziej uwzględniane przez analityków, mają słabszy wzrost przychodów i uzyskują gorszy zwrot z akcji od firm udzielających wskazówek co do oczekiwanych wyników.

Badania jakie przeprowadzili N. Bergman i S. Roychowdhury³⁾ w 2008 r. dowodzą, że spółki (czyli w zasadzie menedżerowie wysokiego szczebla, tj. IRO, CFO, CEO) przyjmują strategię różnicowania poziomu ujawniania informacji, w tym szczególnym przypadku prognoz finansowych jak np. zysk netto na akcję, w zależności od dominującego sentymentu na rynku. Podczas słabego sentymentu spółka zwiększa częstotliwość publikacji długoterminowych prognoz, co wpływa stymulująco na zwiększanie konsensusu

Rysunek 3 Kluczowe czynniki sprzyjające podejmowaniu decyzji przez inwestorów



Źródło: FTI Strategic Communications, materiały z seminarium nt. relacji inwestorskich, GPW, dn. 03.10.2011.

analityków. W okresie wzmożonego sentymentu spółka ogranicza liczbę podawanych prognoz.

Ciekawym przykładem publikowania prognoz jest Dell, który był stabilnym generatorem zysków, ale do czasu. Dell doświadczył siedmiu kwartałów z rzędu spadającej dynamiki wzrostu przychodów. Nie osiągnął zapowiadanych prognoz w trzech z czterech kwartałów. W końcu zaprzestał wydawania kwartalnych prognoz argumentując, że konkurencja postąpiła podobnie.

W procesie obniżania kosztu kapitału istotna jest rola analityków giełdowych, którzy wskazują cele inwestycyjne inwestorom instytucjonalnym. Jednak owoce ich pracy, codzienne notatki analityczne oraz raporty z rekomendacjami i cenami docelowymi, są ograniczane jedynie do klientów domów maklerskich. Spółki dbają o relacje z różnymi analitykami giełdowymi i dokładają starań, aby przyciągać nowych analityków, co ułatwia dotarcie do nowych inwestorów oraz utrzymanie obecnych akcjonariuszy. Podstawowym kryterium zainteresowania analityków firmą jest wystarczający

wolumen obrotu akcjami danej spółki, tak aby czas poświęcony na wydanie rekomendacji przez analityka generował wystarczający poziom zysku dla domu maklerskiego. Jak pokazano na rysunku 3, przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych inwestorzy kierują się głównie przekazem inwestycyjnym (strategicznymi czynnikami wzrostu wartości spółki), wyceną i jakością zarządzania. Prognozy finansowe są na wysokiej czwartej pozycji. Zaskakująco nisko ocenione zostało znaczenie rekomendacji brokerów, stron internetowych spółek i mediów.

Do podobnych wniosków dotyczących znaczenia stron internetowych dla inwestorów doszli M. Pindelski i R. Mrówka¹⁷⁾ badając spółki, które przeprowadziły w 2007 r. pierwszą ofertę publiczną (IPO) w Polsce. Spośród 81 debiutantów wybrano pierwszą dziesiątkę, czyli spółki o największych stopach zwrotu osiągniętych w okresie od IPO do końca 2008 r. Jednak ze względu na turbulentny czas związany z kryzysem finansowym, oferty IPO w badanych okresie przyniosły straty w 79 na 81 przypadków. Tylko Integer.pl i Kredyt Inkaso odnotowały dodatnią stopę zwrotu. Badanie miało na celu identy-

fikację determinant sukcesu giełdowego, mierzonego właśnie stopą zwrotu. Jedną ze zmiennych wyjaśniających była jakość strony internetowej relacji inwestorskich, mierzona jako zgodność zawartości stron relacji inwestorskich debiutantów z modelową stroną rekomendowaną przez GPW. Teza nie została potwierdzona, ale wska-

zano dwa trendy sugerujące, że rola relacji inwestorskich stanie się ważniejsza w przyszłości. Zdaniem wielu naukowców, w długim okresie relacje inwestorskie przyczyniają się do budowania zaufania inwestorów do spółki, będą wspierać notowania akcji i pomagać w osiągnięciu optymalnej wyceny spółki.

Bibliografia:

1. Agarwal V., Liao A., Nash E., Taffler R., *The Impact of Effective Investor Relations on Market Value*, University of Edinburgh, Edinburgh 2008.
2. Amihud Y., Mendelson H., *Liquidity, Volatility, and Exchange Automation*, "Journal of Accounting, Auditing and Finance" 3, 1988, pp. 369-395.
3. Bergman N., Roychowdhury S., *Investor Sentiment and Corporate Disclosure*, "Journal of Accounting Research", Vol. 46, Issue 5, 2008, pp. 1057-1083.
4. Botosan Ch., *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*, "The Accounting Review", Vol. 72, No. 3, 1997, pp. 323-349.
5. Botosan Ch., *Disclosure and the cost of capital: what do we know?*, "Accounting and Business Research", International Accounting Policy Forum 2006, pp. 31-40.
6. Botosan Ch., Plumlee, M., *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, "Journal of Accounting Research", Vol. 40, No. 1, March 2002, pp. 21-40.
7. Brennan M., Tamarowski C., *Investor relations, liquidity, and stock prices*, "Journal of Applied Corporate Finance" 12, 2000.
8. Bushee B., Noe C., *Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility*, "Journal of Accounting Research", Vol. 38 Supplement 2000, pp. 171-202.
9. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002, s. 467-468.
10. Diamond D., Verrechia W., *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*, "The Journal of Finance", Vol. 46, No. 4, September 1991, pp. 1325-1359.
11. Easley D., O'Hara M., *Information and the Cost of Capital*, "The Journal of Finance", Vol. 59, No. 4, August 2004, pp. 1553-1583.
12. Handa P., Linn S., *Arbitrage Pricing with Estimation Risk*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 28, No. 1, March 1993, pp. 81-100.
13. *Hit or Miss – Transparency is Key*, badanie eventVestor, Sharon Merrill Associates, 2009, <http://niri.org/findinfo/Guidance/Hit-or-Miss--Transparency-is-Key-service-provider-white-paper.aspx>.
14. Hong H., Huang M., *Talking up liquidity: insider trading and investor relations*, "Journal of Financial Intermediation", Vol. 14, 2005, pp. 1-31.
15. Houston J., Lev B., Tucker J., *To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping*, "Quarterly Earnings Guidance", 2010.
16. Lang M., Lundholm R., *Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures*, "Journal of Accounting Research", Vol. 31, No. 2, August 1993, pp. 246-271.
17. Mrówka R., Pindelski M., *Determinants of a company's success: the case of WSE debutants in 2007*, Warsaw School of Economics, Warsaw 2010, pp. 105-109.
18. Rawicki T., *Tworzenie wartości dla akcjonariuszy przez relacje inwestorskie*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, Nr 4/2011.
19. Rieks J., Lobe S., *Cutting cost of capital via investor relations: evidence from the German stock market*, University of Regensburg, styczeń 2009.