

Pismo ogólnopolskie



Rada redakcyjna

Marek Bryx
Wiesław Czyżowicz
Barbara Dobiegała-Korona
Tadeusz Dudycz
Leszek Dziawgo
Andrzej Fierla
Joze Gricar (Słowenia, Maribor)
Wiesław M. Grudzewski
Irena Hejduk
Andrzej Herman – przewodniczącą
Marta Juchnowicz
Stanisław Kasiewicz
Andrzej K. Koźmiński
Kazimierz Kuciński
Elżbieta Mączyńska
Adam Noga
D. Mario Nuti (Włochy, Rzym)
Krzysztof Oblój
Leszek Pawłowicz
Vitalija Rudzkiene (Litwa, Wilno)
Krzysztof Rutkowski
Roman Sobiecki
Barbara Szubińska
Stanisław Sudół
Andrzej Szablewski
Israel Spiegler (Izrael, Tel-Awiw)
Władysław Szymański
Gertruda K. Świdzka
Keijo Virtanen (Finlandia, Turku)
Piotr Wachowiak
Lech W. Zacher
Dariusz Zarzecki

Redaktor naczelny

Andrzej Herman

Zespół redakcyjny

Alicja Kołodko – redaktor prowadząca
Ryszard Ginalski – redaktor
Mirosław Makowski – opr. graficzne

Adres redakcji

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
budynek M, pok. 111
02-513 Warszawa
ul. Madalińskiego 6/8
tel./fax: (0-22) 564 92 36
redakcja@przedsiębiorstwo.waw.pl

Prenumerata

Nella Mamos-Sutkowska
tel./fax: (0-22) 564 92 36
e-mail: nmamos@sgh.waw.pl
www.przedsiębiorstwo.waw.pl

Dystrybucja

Ofcyna Wydawnicza
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
02-554 Warszawa
al. Niepodległości 164
tel. (0-22) 564 94 77
fax: (0-22) 564 86 86
www.wydawnictwo.waw.pl



Liczba punktów do oceny parametrycznej jednostek naukowych – 6.

Materiałów niezamówionych redakcja nie zwraca. Redakcja nie płaci honorariów. W tekstach publikowanych zastrzega sobie prawo do skrótów, zmian tytułów, adriastacji. Artykuły są zatwierdzane do publikacji po uzyskaniu pozytywnych recenzji.

Copyright by
Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie, Kolegium
Nauk o Przedsiębiorstwie

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy jest zabronione.

Nakład: do 3000 egzemplarzy

Druk i oprawa:
Agencja Reklamowo-
Wydawnicza
Arkadiusz Grzegorzcyk
ww.grzeg.com.pl

Na okładce zdjęcie
Juliusza Sokołowskiego

Tomasz Rawicki

Tworzenie wartości dla akcjonariuszy przez relacje inwestorskie

Relacje inwestorskie zaczęto kształtować w USA niejako na skutek wprowadzenia ustaw: w 1933 r. o papierach wartościowych oraz w 1934 r. o obrocie papierami wartościowymi, by chronić amerykańskie społeczeństwo przed nadużyciami w emisji i obrocie walorami giełdowymi. Zakres tego pojęcia potem zasadniczo rozszerzył się, a analitycy zaczęli więcej uwagi przywiązywać do rzetelności wiedzy uzyskiwanej od osób kształtujących wizerunek finansowy, niż do ogólnej sytuacji na rynku.

Najstarszy instytut relacji inwestorskich National Investor Relations Institute, założony w 1969 roku w USA, definiuje relacje inwestorskie jako element zarządzania strategicznego, obejmujący finanse, komunikację, marketing i przestrzeganie prawa obrotu papierami wartościowymi, który umożliwia efektywną komunikację między spółką, społecznością inwestorską i pozostałymi zainteresowanymi stronami (interesariuszami), i w efekcie przyczynia się do rzetelnej wyceny papierów wartościowych przez rynek.

Asymetria informacji

Podmioty inwestujące w akcje spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych podejmują decyzje na podstawie informacji jakie spółki publikują. Oznacza to, że zasób wiedzy na temat spółki

jest znacznie uboższy od informacji posiadanych przez kierownictwo firmy. G. Akerlof, M. Spence, J. Stiglitz wykazali że sytuacja, w której jedna ze stron transakcji posiada więcej informacji od drugiej, może prowadzić do rezygnacji z transakcji przez stronę gorzej poinformowaną.

Spośród polskich autorów wiele miejsca problemom asymetrii informacji i relacji inwestorskich poświęcił D. Niedziółka¹⁰. Za największą słabość relacji inwestorskich w Polsce uznał niezadowalający zakres i jakość informacji podawanych przez większość spółek. Zwykle ograniczają się one do przekazywania informacji wymaganych przez prawo, a przed ich rozszerzeniem bronią się tajemnicą spółki lub troską o utratę kontrahentów. Badania potwierdziły wybiórcze podawanie informacji oraz uprzywilejowany dostęp do nich inwestorów instytucjonalnych. Inwestorzy indywidualni natomiast uważali, że spółki zabiegają o nich sporadycznie, najczęściej przy okazji debiutów giełdowych i przeprowadzania nowych emisji akcji. G. Świdarska¹³ wskazała, że na rynku akcji spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych czynione są starania, by zapewnić równy dostęp do informacji uczestnikom rynku i eliminować różnice występujące między informacjami udostępnianymi użytkownikom zewnętrznym, a informacjami wykorzystywanymi do zarządzania przedsiębiorstwem.

Modele relacji inwestorskich

Celem relacji inwestorskich jest kreowanie wizerunku oraz prezentowanie danych finansowych w taki sposób, by z przejrzystym przekazem dotrzeć do aktualnych i potencjalnych akcjonariuszy. Zatem ważną funkcją jest dbanie o inwestorów, w szczególności akcjonariuszy spółki. Podobnie jak w handlu, drożej jest pozyskać nowego klienta/inwestora niż utrzymać w akcjonariacie inwestora, który potencjalnie może jeszcze zwiększyć swoje zaangażowanie.

Obecnie relacje inwestorskie zaczynają być postrzegane jako generator wartości firmy. Tworzą wartość dla akcjonariuszy poprzez wychodzenie ponad dwustronną komunikację firmy z rynkiem kapitałowym, uwzględniającą pozyskiwanie informacji zwrotnych od inwestorów instytucjonalnych. Profesjonalne relacje inwestorskie zwiększają szansę spółki na sukces na rynku kapitałowym, a inwestorom pozwalają zarządzać ryzykiem w lepiej rozumianym otoczeniu biznesowym. Dzieje się tak dzięki przekazywaniu rzetelnych informacji, kompleksowo opisujących i wyjaśniających m.in. wyniki kwartalne, przez pryzmat otoczenia makroekonomicznego i wydarzeń jednorazowych. Ogłasza się planowane i zrealizowane inwestycje, a także aktualizacje lub zmiany strategii.

W zależności od stopnia rozwoju rynku kapitałowego i profesjonalizmu inwestorów wyodrębnia się trzy modele relacji inwestorskich. Model tradycyjny zakłada wypełnianie obowiązków informacyjnych wynikających z przepisów prawa. Dzięki temu spółka ogranicza ryzyko regulacyjne, unika kar za nieprzestrzeganie prawa, i chroni się przed niechęcią inwestorów do spółek zaniedbujących obowiązki informacyjne.

Model nowoczesny wykracza poza regulacyjny obszar RI, kładąc silny nacisk na aktywną komunikację z rynkiem. Spółka organizuje spotkania z inwesto-

rami, analitykami, prasą, konferencje i seminaria, a także pozyskuje oraz przetwarza informacje i opinie płynące od uczestników rynku. Model docelowy dodatkowo obejmuje sferę zarządzania ryzykiem inwestorów, głównie funduszy emerytalnych i inwestycyjnych. Ze względu na zbytne uzależnienie kursu akcji od reakcji tej grupy inwestorów, działy RI w spółkach aktywnie kształtują strukturę akcjonariatu, przez co obniżają podatność kursu akcji na wahania spekulacyjne.

Otwartość informacyjna spółek publicznych

Warunkiem osiągnięcia sukcesu przy wdrażaniu strategii długookresowego wzrostu wartości dla akcjonariuszy jest przekazywanie uczestnikom rynku kapitałowego wiarygodnych i rzetelnych informacji co do stanu i perspektyw rozwojowych spółki. Niedoinformowanie oraz błędy w komunikacji zniechęcają do inwestycji, co przekłada się na mniejszą płynność danego waloru w obrocie giełdowym. Dopiero informacje odpowiednio zakomunikowane przekładają się na prawidłową wycenę rynkową. Postępująca informatyzacja i globalizacja stymuluje rozwój rynków kapitałowych. Poprzez efekt mnożnikowy internet stał się nieodzownym źródłem otwartości informacyjnej spółek.

Na rynku kapitałowym nastąpiła ekspansja kapitału pochodzącego od osób fizycznych, zwiększył się też udział inwestorów instytucjonalnych oczekujących rzetelnej wiedzy na temat strategii i perspektyw rozwojowych. Swoje sukcesy spółki coraz mniej zawdzięczają aktywom trwałym, a coraz bardziej składnikom niematerialnym, takim jak marka, reputacja, innowacyjność, a także zaangażowanie pracowników. Nie należy zapominać o komunikowaniu wyżej wymienionych elementów kręgom inwestorskim. Demokratyzacja informacji sprawia, że łatwy stał się dostęp do ogólnych informacji, ale

wymagają one uporządkowania i nierzadko weryfikacji przez RI, w celu zbudowania rzetelnego obrazu spółki.

Z badań o zasięgu globalnym przeprowadzonych przez McKinsey & Company¹¹⁾ wynika, że przedsiębiorstwa powinny dostarczać bardziej szczegółowych informacji na temat tworzenia wartości w spółce, uczciwej i rzetelnej oceny wyników przedsiębiorstwa oraz publikować szacunki danych operacyjno-finansowych, które budują wartość spółki w średnim i długim okresie. Menedżerowie natomiast obawiają się odsłonięcia przed konkurencją istotnych mechanizmów zachodzących w zarządzanych przez nich spółkach, zbyt dużego obciążenia pracą biur RI, a przede wszystkim istnienia presji na realizację wyśrubowanych prognoz. Przekazywanie inwestorom informacji o spółce w stopniu niezadowolającym sprawia, że istnieje ryzyko, że część ważnych inwestorów nie zrozumie dostatecznie procesów zachodzących w firmie, może więc podjąć niewłaściwe decyzje inwestycyjne albo nawet całkiem zrezygnować z danego waloru, gdyż brak wiarygodnych danych rodzi wątpliwości.

W badaniach Ernst & Young⁴⁾ na próbie 137 inwestorów instytucjonalnych z całego świata, blisko 70 proc. respondentów za główny czynnik decydujący o rozpoczęciu zaangażowania kapitałowego uważa transparentność komunikacji spółki z uczestnikami rynku. Firmy prowadzące otwartą komunikację z inwestorami, zarówno podczas dobrej jak i złej koniunktury, starają się identyfikować w spółce obszary wymagające poprawy. Przyznanie się do błędów i wykazanie zrozumienia przyczyn słabych wyników sprawia, że inwestorzy przyjmują perspektywę długoterminową i generują popyt na akcje, który skutkuje zmianą trendu na wzrostowy. Takie podejście kadry zarządzającej jest dobrze oceniane przez uczestników rynku kapitałowego, i kreuje potencjał wzrostów w przeszłości.

Zarządzanie oczekiwaniami inwestorów

Wydarzenia ostatnich lat, po zapaści na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych w drugiej połowie 2007 roku, pokazują rolę zaufania na rynkach kapitałowych i rangę zarządzania oczekiwaniami inwestorów. Menedżerowie muszą zrozumieć na podstawie jakich informacji inwestorzy formułują swoje oczekiwania. Jak wskazują badania przeprowadzone w 2005 roku przez T. Copelanda i A. Dolgoffa, istnieje silny, statystycznie istotny związek pomiędzy stopami zwrotu dla akcjonariuszy, a dwoma typami zmiennych: zmianami w oczekiwaniach co do przyszłych zysków, oraz zmianami w poziomie efektywności transmisji informacji przez RI, od spółki do uczestników rynku kapitałowego. Z badania wynika, że wyjaśniają one blisko 50 proc. wariacji stóp zwrotu, a zmiany w oczekiwaniach inwestorów co do przyszłych zysków mają natychmiastowy i istotny wpływ na kurs akcji. Relacje inwestorskie, oprócz raportowania wymaganego przepisami prawa, minimalizują zakłócenia w przekazie informacji od spółki do uczestników rynku kapitałowego. Dzięki temu inwestorzy dyskontują informacje wiarygodne, co zmniejsza zmienność stóp zwrotu.

Jak zrozumieć oczekiwania inwestorów? Przede wszystkim należy pozyskiwać opinie zwrotne od analityków i inwestorów oraz odpowiadać z zaangażowaniem na zadawane przez nich pytania czy zgłaszane obawy. Rekomendowane jest systematyczne analizowanie raportów analitycznych, m.in. pod kątem przyjętych założeń makroekonomicznych, oraz czynników determinujących przewidywany długookresowy wzrost. Pomocne są także raporty (*perception studies*), najlepiej realizowane przez firmy zewnętrzne w cyklu rocznym, w postaci ankiet skierowanych do osób zarządzających funduszami inwestycyjnymi (*buy-side*) i analityków biur maklerskich (*sell-side*).

Outsourcing badania ułatwia respondentom udzielanie szczerych odpowiedzi, co pozwala osiągnąć obiektywne wyniki ankiety nawet spółkom o większej kapitalizacji. Ankieta i rozmowy telefoniczne realizowane przez firmy zewnętrzne minimalizują ryzyko syndromu „król jest nagi” przejawiającego się w sytuacji, kiedy analitycy i zarządzający unikają udzielenia uczciwego komentarza zwrotnego bezpośrednio pracownikom biur relacji inwestorskich, w celu utrzymania dostępu informacyjnego do spółki.

Podstawy koncepcji *Expectations-Based Management* (EBM) opracowane przez T. Copelanda i A. Dolgoffa, nakładają na przedsiębiorstwo obowiązek wyprzedzania oczekiwań rynku co do osiąganych przez nie wyników. Funkcją podstawowego miernika pełni miara nadwyżkowego dochodu rezydualnego, jako różnica pomiędzy aktualnym, a oczekiwanym zyskiem ekonomicznym.

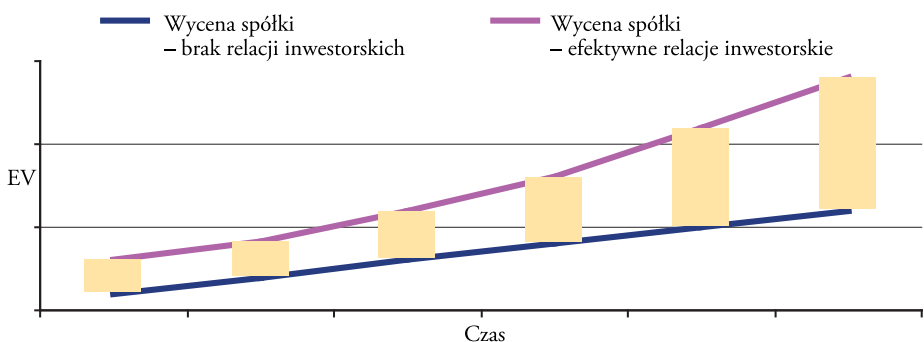
O rozbieżności między wartością prawdziwą i wartością postrzeganą przez inwestorów pisali również T. Ryan, Ch. Jacobs i H. Hoboken¹²⁾. Dzięki RI analitycy mają poczucie, że zdarzenia w spółce, zarówno te dobre jak i te złe, będą właściwie zakomunikowane, prognozy będą szacowane konserwatywnie, a zarządzający funduszami będą czuli się chronieni przed błędem inwestycyjnym. Relacje inwestorskie kontrolują odchylenia w postrzeganiu *P* (*perception*) spółki,

poprzez zapewnienie właściwej interpretacji jej wyników finansowych *R* (*results*) przez rynek kapitałowy tak, by wartość rynkową przedsiębiorstwa EV charakteryzował rysunek 1 i opisywał poniższy wzór:

$$EV = f(R, P)$$

Jak można sprawdzić, że postrzeganie przez rynek odgrywa istotną rolę w wycenie spółki? Jeśli dwie spółki z tej samej branży oczekują wzrostu zysku o 20 proc., i jedna jest wyceniana mnożnikiem C/Z 10x, a druga 15x, to ta rozbieżność wynika z odmiennego postrzegania spółek przez inwestorów, oraz odpowiada za 20-30 proc. wartości rynkowej spółek. Według T. Ryana, Ch. Jacobsa i H. Hobokena¹²⁾, odpowiedzialność za zarządzanie tą wartością w spółce giełdowej jest przypisana właśnie relacjom inwestorskim. W przypadku przedsiębiorstw dojrzałych, prowadzących cykliczną działalność, kreacja wartości może występować nawet wtedy, gdy zarabiają poniżej kosztu kapitału, pod warunkiem że inwestorzy śledzący cykliczność rynku, spodziewali się mniejszych zysków niż faktycznie wypracowano. Okazuje się, że sukces przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym związany jest raczej z przekraczaniem oczekiwań rynku, czyli z potencjałem spółki do zaskakiwania rynku rezultatami lepszymi niż oczekiwane.

Rysunek 1 Wycena spółki przy trendzie wzrostowym



Źródło: obliczenia własne.

Generowanie wartości rynkowej przez relacje inwestorskie

Zarządzanie wartością firmy to współczesny system zarządzania, którego długoterminowym celem, wpisującym się w zasady gospodarki rynkowej, jest wzrost wartości przedsiębiorstwa. A. Smith w XVIII wieku określiłby ten cel jako pomnażanie bogactwa właścicieli przedsiębiorstwa. Teorie wartości dla akcjonariuszy (SHV, *shareholders value*) oraz wartości dodanej dla akcjonariuszy (SVA, *shareholders value added*), sięgają lat 50. i 60. XX w., a wywodzą się z przełomowych H. Markovitz, F. Modiglianigo i G. Millera oraz W. Sharpe'a, E. Fama i D. Treynora, z których wielu uhonorowano potem Nagrodą Nobla. Jednak za głównych twórców koncepcji wartości dodanej dla akcjonariuszy uchodzą A. Rappaport i T. Copeland.

Wartość dla akcjonariuszy jest to wartość przyszłych przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa, zdyskontowana według średniego ważonego kosztu kapitału i pomniejszona o wartość oprocentowanego długu. W kreowaniu wartości spółki poprzez RI ważne są: systematyczne badanie struktury akcjonariatu, znajomość profili inwestycyjnych akcjonariuszy spółki, identyfikacja potencjalnych inwestorów, zdefiniowanie grup docelowych, a następnie dopasowanie do ich preferencji przekazywanego pakietu informacyjnego. Dobrze poinformowani inwestorzy i wierzyciele oczekują niższej premii za ryzyko, co podnosi ceny akcji. Z badania przeprowadzonego przez Polski Instytut Relacji Inwestorskich¹⁶⁾ wynika, że 83 proc. badanych spółek uważa jakość RI za istotny czynnik zwiększający kapitalizację spółki, jednak większość z nich, bo aż 69 proc., nie potrafi określić wysokości tej premii. Badaniem objęto spółki z GPW oraz inwestorów (*buy-side*) i analityków biur maklerskich (*sell-side*) z siedzibą w Polsce i z granicą.

Ciekawe badanie dotyczące rynku amerykańskiego wśród 210 firm o małej i

średniej kapitalizacji, które w latach 1998-2004 rozpoczęły aktywność w zakresie RI dzięki korzystaniu z usług zewnętrznych podmiotów, przeprowadzili B. Bushee i G. Miller³⁾. Wykazali oni, że rozszerzenie zakresu ujawnianych informacji przekłada się na większe zainteresowanie ze strony analityków i prasy, zwiększenie płynności, zwiększenie udziału inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie, a docelowo wzrost wyceny rynkowej.

Badanie V. Agarwala, A. Liao, E. Nasha i R. Tafflera¹⁾ objęło amerykańskie spółki nominowane do *IR Magazine Awards*. Za wyznacznik jakości przyjęto coroczne nagrody przyznawane spółkom za najlepsze relacje inwestorskie przez „IR Magazine”, który bada opinie analityków giełdowych oraz zarządzających funduszami inwestycyjnymi i emerytalnymi, dotyczące jakości RI w spółkach. Zdaniem autorów badania, w literaturze dotychczas mało uwagi przywiązywano do tworzenia przez RI wartości dodanej dla akcjonariuszy. To pierwsze tego typu badanie, które poprzez statystyczną analizę hipotez podejmuje próbę wyliczenia wpływu RI na cenę rynkową akcji. Zbadano związki pomiędzy przyznaniem nagrody „IR Magazine” a osiąganymi stopami zwrotu, płynnością, zainteresowaniem analityków i kosztem kapitału własnego w okresie jednego roku od przyznania nagrody.

Analiza przeprowadzona przez profesorów University of Edinburgh oraz Cranfield School of Management, oparta jest na ogólnej ocenie RI (*Best Overall IR*). Wyniki bazowały na nagrodach przyznanych za osiągnięcia biur relacji inwestorskich w latach 2000-2002. Autorzy potwierdzili, że kurs spółek o najlepszych strategiach RI pozwalał osiągnąć ponadprzeciętną stopę zwrotu zarówno przed, jak i po nominacji. Niestety badanie dowodzi, że nominowanie do nagrody w pewnym stopniu może być wywołane przez ponadprzeciętne stopy zwrotu

osiągnięte w przeszłości. Dodatkowo, firmy cieszące się większym zainteresowaniem analityków otrzymywały więcej nominacji do nagrody „IR Magazine”. Taki wniosek jest zgodny z teorią finansów behawioralnych, upatrującą w nominacjach efektu preferencji psychologicznych adresatów ankiety. Wpływać to może, poprzez czynnik reprezentatywności, na stronnicze decyzje dotyczące wskazania firmy o najlepszych relacjach inwestorskich.

Zarządzanie oczekiwaniami inwestorów przez efektywnie prowadzone relacje inwestorskie kreuje dodatkową wartość

dla akcjonariuszy. Relacje inwestorskie kontrolują odchylenie w postrzeganiu spółki, poprzez zapewnienie właściwej interpretacji wyników przedsiębiorstwa przez rynek kapitałowy. Zmniejsza się zmienność stóp zwrotu, dobrze poinformowani uczestnicy rynku kapitałowego oczekują niższej premii za ryzyko, co przyczynia się do wyższej wyceny spółki. Przytoczone w artykule badania nad tworzeniem wartości dodanej dla akcjonariuszy (SVA), dowodzą ważności RI w spółkach, oraz formułują zbliżone wnioski dotyczące zwiększenia wyceny rynkowej spółek dzięki relacjom inwestorskim.

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. Black A., Wright P., Bachman J., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy: kształtowanie wyników działalności spółek*, ABC, Warszawa 2000, s. 17-34.
3. Bushee B., Miller G., *Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following*, University of Pennsylvania, University of Michigan, 2009.
4. Dziawgo D., *Nowa formuła relacji inwestorskich*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, Nr 1/2007, Warszawa 2007.
5. Greenwald B., Stiglitz J., *Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behavior*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3359, Cambridge, May 1990.
6. Herman A., *Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Herman A., Dobięgała-Korona B. (red.), Difin, Warszawa 2006, s. 35.
7. Marcus B., Wallace S., *New dimensions in investor relations: competing for capital in the 21st century*, John Wiley and Sons, New York 1997, s. 291-310.
8. Mikołajek-Gocejna M., *Otwartość informacyjna spółki jako źródło wzrostu jej wartości*, [w:] *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B. (red.), Poltext, Warszawa 2008, s. 449-481.
9. Mikołajek-Gocejna M., *Zarządzanie oczekiwaniami inwestorów*, [w:] *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstwa*, Szablewski A. (red.), Poltext, Warszawa 2010, s. 209-237.
10. Niedziółka D., *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008, s. 67-69.
11. Palter R., Rehm W., *Opening up to investors*, “The McKinsey Quarterly”, January 2009, s. 1-5.
12. Ryan T., Jacobs Ch., Hoboken N., *Using investor relations to maximize equity valuation*, John Wiley and Sons, New York 2005, s. 87-98.
13. Świdarska G., *W poszukiwaniu optymalnego raportu*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, Nr 1/2007, s. 18-19.
14. <http://www.niri.org/> (definicja przyjęta przez NIRI w marcu 2003 r. i nadal aktualna).
15. http://forsal.pl/artykuly/426857,relacje_inwestorskie_investor_relations_kluczem_do_sukcesu_spolki.html.
16. <http://www.piri.pl>.