

*Arkadiusz Zalewski*Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5321-2013>

## **Kapitał intelektualny a wskaźnik koncentracji właścicielskiej jako determinanta wyceny przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie**

### **Streszczenie**

W artykule przedstawiono analizę zależności między wartością kapitału intelektualnego, wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej a wyceną giełdową przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Ustalono w ten sposób, że zwiększenie potencjału kapitału intelektualnego pozytywnie wpływa na wycenę giełdową spółki, podczas gdy udział znaczącego akcjonariusza w strukturze właścicielskiej może mieć na tę wycenę negatywny wpływ. Analiza wykazała również, że wskaźnik koncentracji właścicielskiej oddziałuje w sposób pozytywny bądź negatywny na wartość kapitału intelektualnego w zależności od typu akcjonariusza. Można tym samym stwierdzić, że wartość kapitału intelektualnego ma znaczący wpływ na wycenę giełdową przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na GPW. Jednocześnie istotną determinantą wyceny jest wskaźnik koncentracji właścicielskiej. Analiza sugeruje, że przedsiębiorstwa produkcyjne powinny inwestować w rozwój kapitału intelektualnego, aby zwiększać swoją wartość na rynku giełdowym, i przywiązywać zarazem wagę do struktury właścicielskiej, co pozwoli im uniknąć negatywnych skutków koncentracji właścicielskiej. W ramach badania próbowano też ustalić zależności przyczynowo-skutkowe między zmienną niezależną (typem akcjonariusza) a zmienną zależną (wartością kapitału intelektualnego przedsiębiorstw produkcyjnych). Kluczowym aspektem analizy było określenie współwystępowania wzrostu bądź spadku

wyceny giełdowej przedsiębiorstw wraz z wartością wskaźnika koncentracji danego typu akcjonariusza. Zrozumienie powyższych zależności i ujawnienie ich przez organy nadzoru finansowego przyczyni się do krzewienia edukacji finansowej i racjonalności ekonomicznej w ramach nowego paradygmatu raportowania ESG. Opracowanie raportu weryfikującego ocenę inwestycji w kapitał intelektualny przez dany typ akcjonariusza wiodącego może zwiększyć predykcję przyszłej wyceny przedsiębiorstwa produkcyjnego i przyczynić się do stworzenia mechanizmu ujawniającego i zapobiegającego nadużyciom finansowym oraz do ochrony inwestorów. Zgłaszam tym samym poniższe rekomendacje:

- stworzenie indeksu BPKI30 (Barometr Potencjału Kapitału Intelektualnego), obejmującego 30 przedsiębiorstw produkcyjnych o najwyższym potencjale kapitału intelektualnego skorelowanego ze wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej, składającego się z reprezentatywnej liczby spółek z WIG20, WIG40 i WIG80;
- opracowanie i cykliczne ujawnianie w ramach raportu kwartalnego korelacji między potencjałem kapitału intelektualnego – jego kluczowymi komponentami i wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej – a typem akcjonariusza i wyceną rynkową danego przedsiębiorstwa produkcyjnego;
- kreowanie i upowszechnianie racjonalnych zachowań inwestycyjnych na kanwie udostępnianej w raporcie wiedzy, pozwalającej na szacowanie zwrotu z inwestycji w danym interwale czasu, przy rzeczywistej wycenie ryzyka, na podstawie ujawnionych KPI (ang. *key performance indicators*) kapitału intelektualnego;
- zbudowanie modelu związków przyczynowo-skutkowych między zmiennymi kapitału intelektualnego, wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej a wyceną rynkową i określenie determinantów zachowań inwestycyjnych interesariuszy wraz z publikacją benchmarkingu przedsiębiorstw produkcyjnych skutecznie zarządzających kapitałem intelektualnym w danej branży.

**Słowa kluczowe:** ESG, kapitał intelektualny, przedsiębiorstwa produkcyjne, raportowanie niefinansowe, struktura właścicielska, wskaźnik koncentracji właścicielskiej, wycena rynkowa

**Kody klasyfikacji JEL:** G11, G14, G32, G34

---

## 1. Wprowadzenie

W obecnych czasach, w których dynamiczne zmiany i nieprzewidywalność rynku są nieuniknione, dotychczasowe modele decyzyjne dewaluują się szybciej niż kiedykolwiek.

Klasyczne podejście do procesu decyzyjnego opiera się na „modelu wzorów fizycznych”, gdzie po zdefiniowaniu odpowiedniego schematu i podstawieniu zmiennych otrzymuje się zawsze ten sam wynik. Jak zauważa jednak Andrew W. Lo [2017], rynki finansowe są znacznie bardziej złożone niż modele fizyczne, a ich zachowanie zmienia się w czasie i przestrzeni. Nauki przyrodniczo-biologiczne wydają się tym samym bardziej adekwatne w wyjaśnianiu i rozumieniu dyskontowanych na rynku kapitałowym zjawisk, które obserwujemy w systemie gospodarczym. W przyrodzie pewne gatunki łatwiej adaptują się do danego środowiska, co skutkuje większym powodzeniem w rozmnażaniu. Podobnie jak w przypadku organizmów, te przedsiębiorstwa produkcyjne, które są lepiej przystosowane do funkcjonowania, mogą uzyskać przewagę konkurencyjną i przetrwać w sytuacjach kryzysowych, korzystając z będących w ich posiadaniu unikalnych zasobów kapitału intelektu-

alnego. Nadlatujące jednak nagle jak „czarne łabędzie” stany kryzysu, z którymi cyklicznie mamy do czynienia, mogą brutalnie wykraczać poza powszechnie znane modele predykcyjne, „wzory fizyczne”, na których opierają się algorytmy przyczynowo-skutkowe [Hansen, Nohria, Tierney, 1999, s. 106–116]. Z tego powodu nowoczesne podejście do zarządzania kapitałem intelektualnym powinno zakładać bardziej elastyczną postawę i umiejętność dostosowywania się do zmieniających się warunków rynkowych. W tej sytuacji zdolność do adaptacji i ewolucji staje się kluczowym elementem sukcesu przedsiębiorstw produkcyjnych. Taki sposób myślenia jest zgodny z teorią rynku adaptacyjnego, zakładającą, że rynki finansowe zachowują się jak kompleksowe systemy biologiczne, które zmieniają się i rozwijają w czasie. W związku z tym nowoczesne podejście do zarządzania kapitałem intelektualnym, obejmujące elastyczność i gotowość do dostosowania z odpowiednim wyprzedzeniem posiadanych zasobów i efektywnego wykorzystania ich w procesie zarządczym, pozwala przedsiębiorstwu zaadaptować się do zmieniających się warunków rynkowych. Należy przy tym zwracać uwagę na mutacje i zewnętrzne zmiany w otoczeniu oraz umiejętność szybkiego reagowania na nie w sytuacji odchylenia od przyjętej strategii. W ten sposób przedsiębiorstwa produkcyjne mogą zwiększyć swoje szanse na przetrwanie i powodzenie na rynku [Nonaka, Takeuchi, 1995].

Wysoka efektywność rynków kapitałowych przyczynia się obecnie do coraz częstszych zmian, dyskontując wycenę aktywów notowanych na rynkach finansowych do przyszłych wydarzeń w wymiarze zarówno makro-, jak i mikrootoczenia. Konieczne staje się ukształtowanie nowego paradygmatu racjonalnych zachowań uczestników rynku, opartego na raportowaniu danych niefinansowych zgodnie ze standardami zrównoważonego rozwoju. Decyzje, które podejmują interesariusze przedsiębiorstwa produkcyjnego, są bezpośrednią przyczyną fluktuacji, jakim podlega jego kurs giełdowy, obrazujący wycenę spółki w danym czasie. Znaczący wpływ na powyższą sytuację ma kształtowany przez głównych akcjonariuszy proces zarządzania zasobami niematerialnymi, którego siła oddziaływania jest pochodną wskaźnika koncentracji właścicielskiej. Dopełnieniem kapitału intelektualnego jest obecnie pojęcie ESG, będące przedmiotem ustawowego obowiązku raportowania dla dużych przedsiębiorstw.

## 2. Kapitał intelektualny – kluczowe komponenty

Wpływ kapitału intelektualnego na wycenę przedsiębiorstwa jest zagadnieniem, które przyciąga uwagę zarówno praktyków, jak i badaczy. Kapitał intelektualny to zbiór zasobów przedsiębiorstwa przyczyniających się do tworzenia wartości, ale niewzględnianych w standardowych raportach finansowych firmy. Kluczowymi komponentami kapitału intelektualnego przedsiębiorstw produkcyjnych są: wiedza i doświadczenie pracowników, technologie, marka, *know-how* oraz reputacja firmy. Szczególnie ważną rolę odgrywają tu dwa pierwsze elementy – wiedza i doświadczenie pracowników, ponieważ są one niezbędne do tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa.

Współczesna teoria finansowa coraz częściej uwzględnia znaczenie niematerialnych aktywów, w tym kapitału intelektualnego, w wycenie przedsiębiorstw. Kluczowe komponenty kapitału intelektualnego, takie jak wiedza pracowników, *know-how*, marka, relacje z klientami czy innowacje, warunkują osiągnięcie sukcesu na rynku. Wyniki badań potwierdzają, że kapitał intelektualny może mieć pozytywny wpływ na wycenę giełdową przedsiębiorstw. Przykładowo badania przeprowadzone przez Danielewicza i Jemielińskiego [2016, s. 29–53] na próbie spółek notowanych na GPW wskazują na pozytywną korelację między wartością kapitału intelektualnego a wyceną giełdową przedsiębiorstw. Zależność tę potwierdzają również badania zrealizowane przez innych badaczy, w tym m.in. przez K. Żurawickiego [2017, s. 314–326]. Z kolei badania przeprowadzone przez Chen i Hwang [2018] wskazują, że przedsiębiorstwa z wyższym poziomem kompetencji i doświadczenia pracowników osiągają bardziej imponujące wyniki finansowe i są lepiej wyceniane na rynku. Technologie to kolejny istotny element kapitału intelektualnego, który wpływa na wycenę przedsiębiorstwa. Firmy, które inwestują w rozwój technologii, osiągają przewagę konkurencyjną i są w stanie dostarczać lepsze jakościowo produkty i usługi. W badaniach przeprowadzonych przez Bontis, Keow i Richardson [2000] stwierdzono, że przedsiębiorstwa, które zainwestowały w rozwój technologii, uzyskały wyższe wyniki finansowe i były lepiej wyceniane przez inwestorów.

Kolejnym ważnym składnikiem kapitału intelektualnego jest marka, która decyduje o tym, jak klienci postrzegają jakość produktów i usług oferowanych przez przedsiębiorstwo. Według badań przeprowadzonych przez Corrado, Haskela, Jonę-Lasinio i Iommiego [2018] podmioty, które zbudowały silną markę, osiągają wyższe ceny sprzedaży i są lepiej wyceniane przez inwestorów.

*Know-how* to jeszcze jeden komponent kapitału intelektualnego, który ma wpływ na wycenę przedsiębiorstwa produkcyjnego. W przypadku tego typu firm jest on zwykle powiązany z procesem produkcji i zapewniania jakości. Przedsiębiorstwa produkcyjne, które mają wysokie kwalifikacje i doświadczenie w dziedzinie *know-how*, są w stanie dostarczać produkty atrakcyjne jakościowo i bardziej złożone, budując w ten sposób swoją przewagę konkurencyjną. Można tym samym stwierdzić, że takie komponenty kapitału intelektualnego jak wiedza pracowników, strategia, kultura organizacyjna czy wartości mają istotny wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

Jednym z kluczowych elementów kapitału intelektualnego jest także innowacyjność, która przyczynia się do powstawania nowych produktów i usług, co przekłada się z kolei na wzrost przychodów i zysków [Cyfert, Sługocka, s. 50]. Badania przeprowadzone przez Nowikową [2016] wykazały, że wiedza pracowników jest jednym z najważniejszych komponentów kapitału intelektualnego w warstwie kapitału ludzkiego, a jej brak lub niewłaściwe wykorzystanie może prowadzić do spadku wartości przedsiębiorstwa. Ponadto kluczowa w kontekście tworzenia wartości dla akcjonariuszy jest strategia przedsiębiorstwa, która stanowi istotny składnik jego wyceny giełdowej [Nowikowa, 2016, s. 47–48].

Kolejną ważną częścią kapitału intelektualnego jest kultura organizacyjna, która wpływa na podejmowanie decyzji oraz sposób pracy w przedsiębiorstwie produkcyjnym. Według badań przeprowadzonych przez Duymę [2017, s. 19–21] wartości i kultura organizacyjna przedsiębiorstwa w znaczący sposób oddziałują na jego wyniki ekonomiczno-finansowe i wycenę giełdową. Warto zwrócić tu również uwagę na znaczenie innowacyjności, która jest kluczowym elementem kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa. Badania przeprowadzone przez Cyfert i Sługocką [2017, s. 50] wykazały, że innowacyjność ma pozytywny wpływ na wartość firmy, a tym samym na jej wycenę giełdową. W kontekście przedsiębiorstw produkcyjnych ważnym komponentem kapitału intelektualnego jest również zdolność do zarządzania jakością, która może rzutować na reputację firmy i jej pozycję rynkową [Kowalski, 2018, s. 34–35]. Badania przeprowadzone przez Kowalskiego [2018] pokazały, że wykorzystanie narzędzi zarządzania jakością pozytywnie wpływa na wyniki finansowe przedsiębiorstwa i jego wartość.

### 3. ESG – raportowanie zrównoważonego rozwoju

Akronim składający się z liter ESG odnosi się do następujących obszarów: E – środowisko (ang. *environmental*), S – społeczna odpowiedzialność (ang. *social responsibility*) i G – ład korporacyjny (ang. *corporate governance*) – i jako rozszerzenie kapitału intelektualnego jest obecnie uznawany przez interesariuszy za kluczowy element zarządzania przedsiębiorstwem.

Zbudowanie i wdrożenie strategii ESG oraz właściwe zaadresowanie działań operacyjnych i inicjatyw, mających procentową kontrybucję w realizacji zamierzonego celu w kolejnych latach, zapewnia transparentność i wiarygodność przedsiębiorstwom, które mogą być dzięki temu wyżej wyceniane przez rynki. Autor zakłada pozytywną korelację między poziomem ESG a wyceną przedsiębiorstwa produkcyjnego. Przedsiębiorstwa produkcyjne, osiągające lepsze wyniki w zakresie ESG, czyli takie, które skutecznie realizują cele społeczne i środowiskowe oraz zarządzają ryzykiem, notują wyższe zwroty dla akcjonariuszy. W przypadku spółek technologicznych kapitał intelektualny ma zazwyczaj większe znaczenie niż dla spółek z sektora przemysłowego. Także czynniki ESG mają różny wpływ na wycenę w zależności od branży czy regionu, w których działa dane przedsiębiorstwo. W Polsce istotne są kwestie związane z efektywnym korzystaniem z energii oraz zarządzaniem wodą, podczas gdy w innych krajach stawia się częściej na ochronę lasów czy redukcję emisji gazów cieplarnianych. Rzetelność i wiarygodność sporządzanych raportów niefinansowych to nadal tematy dyskusyjne – mimo rosnących wymagań ustawowych znajdujemy się tak naprawdę na początku drogi do dojrzałego raportowania. Wynika to z faktu, iż nie ma jeszcze obowiązku badania raportu przez biegłych rewidentów, a przedsiębiorstwa nie posiadają wypracowanych w tym zakresie narzędzi i odpowiednio wykwalifikowanej kadry. O jakości raportowania decyduje także sceptycyzm zarządów co do zasadności informowania otoczenia o zasobach niematerialnych w kontekście wpływu działalności na środowisko i klimat. Ta swoista niechęć ze

strony decydentów przekłada się z kolei na niewystarczające alokowanie zasobów potrzebnych do sporządzenia takiego raportu, który powstaje najczęściej na przysłowiową ostatnią chwilę, z pominięciem tzw. śladu rewizyjnego, tj. wewnętrznych zestawień i analiz danych wraz ze wskazaniem na źródło ich pochodzenia. Nowa dyrektywa unijna CSRD, określająca zasady raportowania zrównoważonego rozwoju, nakłada dodatkowe obowiązki na jednostki raportujące i ma w założeniu zapewnić porównywalność danych niefinansowych publikowanych przez przedsiębiorstwa, co w konsekwencji pozwoli interesariuszom ocenić analizowany podmiot na tle branżowego benchmarkingu. Jednym z dodatkowo wprowadzonych obowiązków jest liczenie śladu węglowego w trzech zakresach, obejmujących kolejno: 1) emisje bezpośrednie, 2) emisje pośrednie i 3) pozostałe emisje pośrednie w łańcuchu dostaw, co wymaga wcześniejszego analitycznego przygotowania od podmiotu raportującego. Włączenie policzonych emisji gazów cieplarnianych jako kluczowego ryzyka, które chcemy minimalizować, może znacząco wpłynąć na optymalizację procesów i w konsekwencji na zmianę docelowego modelu biznesu w dążeniu do wyeliminowania tego czynnika (tzw. zakres czwarty – emisje uniknięte). Kolejnym elementem jest obowiązująca obecnie taksonomia – kalkulacja działalności zrównoważonej środowiskowo, tj. procentowe zestawienie zgodnie z kodami NACE (fr. *Nomenclature Statistique des Activités Économiques dans la Communauté Européenne* – statystyczna klasyfikacja działalności gospodarczych w Unii Europejskiej) zrównoważonych obrotów, CAPEX-u i OPEX-u, pozwalające jednoznacznie określić, ile przychodów, wydatków operacyjnych i nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstwa jest zrównoważone środowiskowo. Eliminuje to tzw. greenwashing, wszechobecny we wcześniejszych raportach CSR, mających charakter dobrowolny i raczej promocyjno-marketingowy. Przedstawione wyżej spostrzeżenia skłaniają do refleksji nad konsekwencjami ujawniania wartości bazowych obowiązujących wskaźników, rodząc potrzebę myślenia i działania w kierunku zmniejszania wpływu niekorzystnych zjawisk na tle praktyk stosowanych przez rynkowych konkurentów. Mamy tym samym obecnie do czynienia z oceną działalności przedsiębiorstwa przez interesariuszy z perspektywy zarówno uzyskiwanych wyników ekonomiczno-finansowych, jak i potencjału niefinansowych zasobów tworzących wartości, przy jednoczesnym ograniczaniu niekorzystnego wpływu wybranych czynników na środowisko i klimat. W interesie przedsiębiorstw leży zatem zbudowanie strategii i właściwe jej zoperacjonalizowanie, umożliwiające monitorowanie inicjatyw obliczonych na osiągnięcie celu z uwzględnieniem ryzyka związanego ze spełnianiem standardów zrównoważonego rozwoju.

W świetle wyników powyższej analizy inwestorzy powinni zwracać uwagę na potencjał kapitału intelektualnego, wskaźnik koncentracji właścicielskiej oraz poziom ESG przedsiębiorstw, które stanowią przedmiot ich zainteresowania. Bliższe rozpoznanie tych czynników sprzyja bowiem podejmowaniu bardziej racjonalnych decyzji inwestycyjnych.



#### 4. Wskaźnik koncentracji właścicielskiej – konotacje wpływu

Kolejnym czynnikiem wpływającym na wartość kapitału intelektualnego jest wskaźnik koncentracji właścicielskiej. Według badań przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym jego oddziaływanie może mieć zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki w zależności od tego, z jakim typem wskaźnika mamy do czynienia. W przypadku spółek z dominującym udziałem kapitału zagranicznego wskaźnik koncentracji właścicielskiej ma pozytywny wpływ na wartość kapitału intelektualnego, z kolei w przypadku spółek, w których przeważa polski kapitał, wskaźnik ten ma wpływ negatywny [Szopiński, 2015, s. 127–136].

Badania dotyczące związku między wartością kapitału intelektualnego a wyceną giełdową oraz wpływu struktury właścicielskiej na tę wycenę są nadal intensywnie prowadzone na różnych rynkach kapitałowych. Dzięki temu możliwe jest uzyskanie bardziej szczegółowych informacji na temat czynników kształtujących wycenę spółek notowanych na GPW. Analiza przeprowadzona przez Szopińskiego, Wójcika i Kąkola [2015] potwierdza, że koncentracja właścicielska znajduje wyraz w wartości przedsiębiorstwa, przy czym zwiększenie koncentracji ma zwykle negatywny wpływ na jego wycenę. Autorzy wskazują jednak, że zjawisko to jest złożone i zależne od różnych czynników, takich jak sektor gospodarki, wielkość przedsiębiorstwa czy typ właścicieli. Zdaniem badaczy koncentracja właścicielska może być dla inwestorów zarówno pozytywnym sygnałem, jeśli odzwierciedla umiejętności przedsiębiorstwa w przyciąganiu inwestorów i tworzeniu wartości, jak i wyrazem dysfunkcji, jeśli jest wynikiem braku alternatywnych źródeł finansowania czy utrudnień w prowadzeniu działalności rynkowej [Szopiński i in., 2015]. Autorzy podkreślają, że w Polsce koncentracja właścicielska pozostaje wciąż na stosunkowo wysokim poziomie, zwłaszcza w porównaniu z krajami Europy Zachodniej. Według raportu *Właściciele i zarządzanie przedsiębiorstwami w Polsce*, opracowanego przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP), w 2018 r. udział zagranicznych inwestorów w 20 największych spółkach notowanych na GPW wynosił ponad 51%, co świadczyło o stosunkowo dużej otwartości rynku na inwestycje zagraniczne. Jak wskazują badania, istotny wpływ na wycenę giełdową może mieć również obecność znaczącego akcjonariusza w strukturze właścicielskiej. Im większy udział w przedsiębiorstwie ma jeden akcjonariusz, tym większa jest jego kontrola nad firmą i wpływ na podejmowane decyzje, co może rzutować z kolei na poziom ryzyka inwestycji – również w negatywnym kontekście, gdy prowadzi do obniżenia wartości kapitału intelektualnego i wyceny giełdowej przedsiębiorstwa. Badania przeprowadzone przez T. Żurawickiego [2017, s. 95–113] wskazują, że w przypadku spółek notowanych na GPW wskaźnik koncentracji właścicielskiej ma negatywny wpływ na wartość kapitału intelektualnego. W badaniach tych uwzględniono m.in. takie spółki jak Grupa Azoty, PGE czy KGHM, gdzie koncentracja właścicielska przekraczała 30%. W Grupie Azoty w 2016 r. jedna z grup akcjonariuszy kontrolowała około 44% akcji spółki, co miało negatywny wpływ na jej wycenę giełdową [Danielewicz, Jemieliński, 2016, s. 5–21]. Badania zrealizowane przez Grzywacza [2008, s. 239–248], z uwzględnieniem spółek notowanych na GPW, w tym m.in. PKN Orlen, Banku Pekao czy Cyfrowego Polsatu,

sugerują jednak, że poziom koncentracji właścicielskiej może być czynnikiem pozytywnie oddziałującym na potencjał rozwojowy przedsiębiorstwa i wartość jego kapitału intelektualnego. W świetle badań prowadzonych przez Bontisa, Dragonetti, Jacobsen i Roosa [1999, s. 391–402] wartość kapitału intelektualnego jest coraz częściej uznawana za czynnik wpływający na wynik finansowy przedsiębiorstwa, a co za tym idzie – również na jego wycenę giełdową. Zgodnie z ustaleniami badaczy im wyższa jest wartość kapitału intelektualnego, tym wyższa staje się wycena przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. Inne badania, zrealizowane przez Szopińskiego, Wójcika i Kąkola [2015, s. 211–223], wykazały, że udział znaczącego akcjonariusza w strukturze właścicielskiej może mieć negatywny wpływ na wycenę giełdową przedsiębiorstwa. W przypadku spółek notowanych na GPW, takich jak CD Projekt, PGE czy PKN Orlen, koncentracja akcjonariatu jest dość wysoka i może rzutować na wycenę tych spółek na rynku kapitałowym.

W ocenie tej należy również uwzględnić inne czynniki, takie jak koncentracja akcjonariatu czy sektor działalności przedsiębiorstwa, które mogą kształtować zarówno wartość, jak i wycenę spółki na rynku kapitałowym.

Warto jednak zaznaczyć, że wpływ koncentracji właścicielskiej na wartość kapitału intelektualnego i wycenę giełdową przedsiębiorstwa zależy od wielu dodatkowych czynników, w tym branży, specyfiki działalności czy strategii zarządzania. Kluczowa wydaje się też ocena wskaźnika koncentracji właścicielskiej z uwzględnieniem typologii akcjonariuszy, jak również analiza mikrootoczenia i sytuacji geopolitycznej, które w znacznym stopniu oddziałują na trendy rynku giełdowego i wycenę poszczególnych przedsiębiorstw.

## 5. Typologia akcjonariusza a grupy interesu

Powstanie grup interesu stanowi istotny element współczesnych relacji biznesowych. Grupy interesu skupiają ludzi i organizacje, które mają wspólne cele i interesy, a ich działania wiążą się z pozyskiwaniem wpływu na decyzje przedsiębiorstw i instytucji publicznych [Briscoe, 2008, s. 154].

Analiza wpływu grup interesu na przedsiębiorstwa produkcyjne jest ważnym aspektem badań naukowych i biznesowych. Do często poruszanych zagadnień należy zależność między typem akcjonariusza a wartością kapitału intelektualnego przedsiębiorstw produkcyjnych. Jak udało się ustalić, udział poszczególnych grup interesu w tego typu firmach może wpływać na wartość ich kapitału intelektualnego [Smith, McKean, 2003, s. 805]. Grupy interesu, które posiadają znaczny wpływ na decyzje przedsiębiorstwa, mają możliwość wywierania presji na zarząd w celu zwiększenia inwestycji w kapitał intelektualny. W konsekwencji przedsiębiorstwo może zwiększyć swoją zdolność do innowacji i dostosowywania się do zmieniających się warunków rynkowych, co będzie z kolei prowadzić do wzrostu wartości jego kapitału intelektualnego [Fassin, Van Rossem, Buelens, 2011, s. 211]. Jednocześnie grupy interesu, które koncentrują się na zwiększaniu krótkoterminowych zysków, mogą wpłynąć



na zmniejszenie inwestycji w kapitał intelektualny, przyczyniając się tym samym do obniżenia wartości kapitału intelektualnego firmy [King, Lenox, 2000, s. 708].

Wnioski z przeprowadzonej analizy wskazują, że wpływ grup interesu na wartość kapitału intelektualnego jest złożony i zależy od typu grupy interesu oraz jej celów. Grupy interesu skupiające się na długoterminowych celach przedsiębiorstwa mogą pozytywnie oddziaływać na wartość kapitału intelektualnego. Z kolei grupy interesu koncentrujące się na zwiększeniu krótkoterminowych zysków mogą doprowadzić do obniżenia wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa. Znajomość tych zależności może pomóc przedsiębiorstwom w zarządzaniu swoim kapitałem intelektualnym oraz w podejmowaniu decyzji dotyczących wpływu grup interesu na prowadzoną działalność [Kostera, 2012, s. 116]. Analiza pokazuje, że grupy interesu mogą mieć znaczący wpływ na decyzje podejmowane przez przedsiębiorstwa i kierunki ich rozwoju. Warto jednak zauważyć, że powstanie grup interesu nie musi być źródłem jedynie negatywnych zmian na poziomie wartości kapitału intelektualnego, a wręcz przeciwnie – może przyczynić się do jego wzrostu. Grupy interesu, takie jak związki zawodowe czy organizacje pozarządowe, mogą pomóc w tworzeniu pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa, a także przyczynić się do poprawy warunków pracy i stosowania bardziej zrównoważonych praktyk biznesowych, co rzutuje z kolei na pozytywną percepcję przedsiębiorstwa przez inwestorów i społeczeństwo. Historia giełdy zna jednak przypadki, kiedy zbyt mocna ingerencja związków zawodowych doprowadziła do pogorszenia wyników ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstwa, a w konsekwencji do obniżenia wartości wyceny rynkowej waloru. Tym samym warto pamiętać, że grupy interesu mogą również w pewnym zakresie ograniczać działalność przedsiębiorstw, dążąc np. do ochrony interesów swoich członków, co czasami koliduje z interesami przedsiębiorstwa lub innych jego interesariuszy. Ponadto grupy interesu często angażują się w działania lobbingowe, które mają na celu wpływanie na decyzje polityczne i regulacyjne, co z kolei może oznaczać dla przedsiębiorstwa konieczność poniesienia dodatkowych kosztów [Chen, Delmas, 2011, s. 803–833]. Co więcej, cele grup interesu determinowane są funkcjami, jakie pełnią ich członkowie w przedsiębiorstwie. Jest to szczególnie dobrze widoczne, kiedy znaczna liczba pracowników należy jednocześnie do grona akcjonariuszy, co powoduje, że na walnych zgromadzeniach ich decyzje podporządkowane są raczej orientacji propracowniczej niż interesom akcjonariuszy. Tym samym w głosowaniu nad podziałem zysków są oni skłonni głosować bardziej za podniesieniem budżetu na pakiet socjalny dla pracowników niż za przeznaczaniem zysku na dywidendę.

Grupy interesu mogą w istotny sposób oddziaływać na zależności określające relacje między typem akcjonariusza a wartością kapitału intelektualnego przedsiębiorstw [Bontis, Keow, Richardson, 2000, s. 85–100]. Działania grup interesu, w tym ich wpływ na decyzje podejmowane przez zarząd, mogą rzutować na wartość kapitału intelektualnego i wynikające z niego korzyści dla przedsiębiorstwa oraz jego inwestorów. Badania zarówno teoretyczne, jak i empiryczne wskazują na potrzebę uwzględniania grup interesu w analizach dotyczących wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstw w warstwie relacyjnej. Wpływ grup

interesu na wartość kapitału intelektualnego zależy od wielu czynników, w tym od konkretnych działań podejmowanych przez grupy interesu oraz od kontekstu polityczno-społecznego i regulacyjnego, w którym działa przedsiębiorstwo.

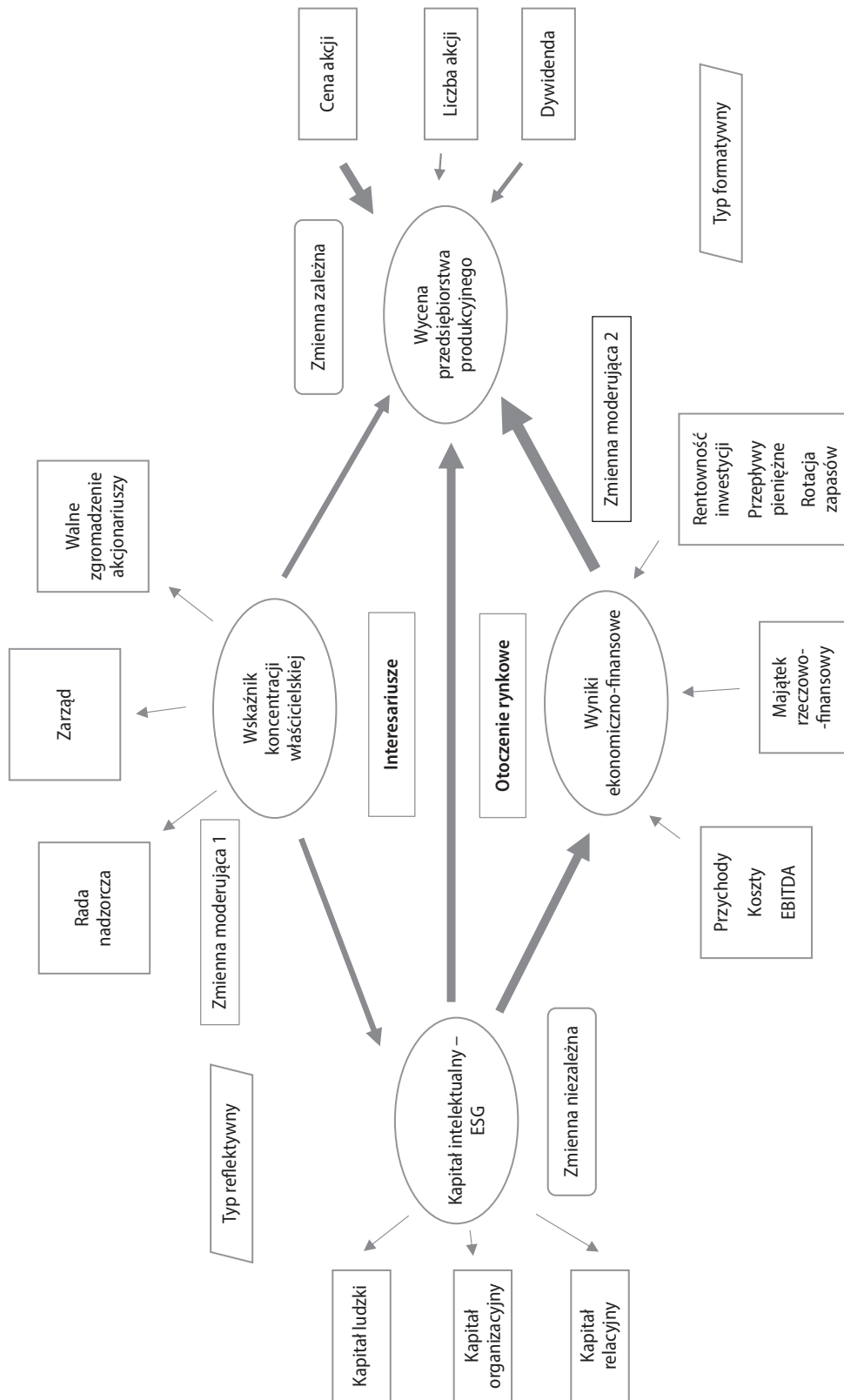
## 6. Analiza wyceny przedsiębiorstwa – studia przypadku

Analiza wyceny przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na GPW wymaga uwzględnienia dwóch kluczowych czynników: kapitału intelektualnego i wskaźnika koncentracji właścicielskiej [Żołądek, Kubiak, Dobija, 2017]. Kapitał intelektualny odnosi się do zasobów i umiejętności przedsiębiorstwa, które nie są uwzględnione w jego bilansie, ale wpływają na jego wartość. Z kolei wskaźnik koncentracji właścicielskiej określa, jaki odsetek akcji danego przedsiębiorstwa należy do największych posiadaczy [Żołądek i in., 2017, s. 17–33].

Badania przeprowadzone przez Żołądka i in. [2017] wykazały, że kapitał intelektualny ma istotny wpływ na wartość przedsiębiorstw notowanych na GPW. Badacze wykorzystali metodę VAIC, która umożliwia pomiar efektywności wykorzystania kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwie. Wyniki analizy wskazują, że przedsiębiorstwa o wyższym VAIC osiągają wyższe wartości rynkowe. Z kolei wskaźnik koncentracji właścicielskiej może mieć zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na wartość przedsiębiorstw [Derkowski, Kompa, Wilczyński, 2019]. Niski poziom koncentracji właścicielskiej może przyczynić się do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, ponieważ zmniejsza on ryzyko wynikające z wpływu pojedynczego akcjonariusza na decyzje strategiczne. Jednocześnie wysoki poziom koncentracji właścicielskiej może odpowiadać za spadek wartości rynkowej, ponieważ zmniejsza on zainteresowanie inwestorów mniejszymi pakietami akcji [Derkowski i in., 2019, s. 156–166].

Żołądek, Duraj i Skowronek-Mielczarek [2020] badali współwystępowanie wzrostu bądź spadku wyceny giełdowej przedsiębiorstw w powiązaniu z wartością wskaźnika koncentracji właścicielskiej. Autorzy wykorzystali analizę korelacji oraz analizę regresji, aby określić wpływ wskaźnika koncentracji właścicielskiej na wartość rynkową przedsiębiorstw. Ich badania potwierdziły występowanie ujemnej korelacji między wartością wskaźnika koncentracji właścicielskiej a wartością rynkową przedsiębiorstw notowanych na GPW. Im wyższy poziom koncentracji właścicielskiej, tym niższa wartość rynkowa przedsiębiorstw. Innymi słowy, analiza wyceny przedsiębiorstw produkcyjnych notowanych na GPW wymaga uwzględnienia wielu czynników, takich jak kapitał intelektualny i wskaźnik koncentracji właścicielskiej. Badania przeprowadzone przez Żołądka i in. [2017, 2020] oraz Derkowskiego i in. [2019] potwierdzają, że zarówno kapitał intelektualny, jak i poziom koncentracji właścicielskiej mają istotny wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych na GPW, dowodząc przy tym, że im wyższy jest poziom kapitału intelektualnego oraz niższy poziom koncentracji właścicielskiej, tym wyższa staje się wartość rynkowa przedsiębiorstwa [Żołądek i in., s. 175–192]. Analiza wyceny przedsiębiorstw to złożony proces, a wyniki badań mogą różnić się w zależności od rozpatrywanych okoliczności i kontekstu rynkowego.

Rysunek 1. Model determinantów wyceny rynkowej przedsiębiorstw produkcyjnych – konstrukt refleksywno-formatywny



Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Konieczne staje się zatem przeprowadzenie pogłębionych badań, z uwzględnieniem czynników wpływających na wartość danego przedsiębiorstwa, w tym także kapitału intelektualnego i wskaźnika koncentracji właścicielskiej, celem pełnej weryfikacji zależności przedstawionych na rysunku 1.

Wśród typów akcjonariuszy, których udział w kapitale spółki wpływa na wartość wskaźnika koncentracji, można wyróżnić m.in. inwestorów instytucjonalnych, osoby prywatne, fundusze inwestycyjne, banki, zagraniczne podmioty oraz zarząd spółki [Derkowski i in., 2019, s. 988–990].

Zakres oddziaływania poszczególnych typów akcjonariuszy na wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych na GPW może być różny w zależności od sytuacji panującej na rynku. Badania przeprowadzone przez Żołądka i in. [2020, s. 186] wskazują, że w okresach spadków na giełdzie poziom koncentracji właścicielskiej ma negatywny wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstw. Z kolei w okresach wzrostów giełdowych wpływ ten nie jest już tak wyraźny. Badania Derkowskiego i in. [2019] wskazują z kolei, że koncentracja właścicielska może pozytywnie oddziaływać na wycenę przedsiębiorstw, jeśli jest ona rezultatem wyboru optymalnej struktury własnościowej, zgodnej z interesami spółki oraz jej akcjonariuszy. Wpływ wskaźnika koncentracji właścicielskiej na wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych na GPW zależy zatem od kontekstu rynkowego oraz od tego, czy koncentracja ta jest rezultatem optymalnego wyboru struktury własnościowej przez zarząd spółki. Odnosząc się do empirii, analizy związku między wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej a wartością rynkową przedsiębiorstw notowanych na GPW można dokonać na przykładzie konkretnych spółek. Jednym z przykładów niech będzie spółka PGE, której akcjonariuszami dominującymi są Skarb Państwa oraz inwestorzy instytucjonalni [Derkowski i in., 2019, s. 996]. W 2019 r. wskaźnik koncentracji właścicielskiej PGE wynosił ok. 70%, co wskazywało na silną dominację niewielkiej grupy akcjonariuszy. W tym samym roku cena akcji PGE oscylowała wokół 15 PLN, co było wartością niższą w porównaniu z poprzednimi latami. W przypadku PGE poziom koncentracji właścicielskiej może więc mieć negatywny wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Z inną sytuacją mamy do czynienia w spółce KGHM, gdzie udział większościowy posiada Skarb Państwa. W 2019 r. wskaźnik koncentracji właścicielskiej KGHM wynosił ok. 48%, co wskazywało na mniejszą dominację niewielkiej grupy akcjonariuszy w porównaniu z PGE. W tym samym okresie cena akcji KGHM wynosiła ok. 80 PLN, co stanowiło relatywnie wysoką wartość. Można tym samym przypuszczać, że w przypadku KGHM poziom koncentracji właścicielskiej nie ma negatywnego wpływu na wartość rynkową spółki. Należy jednak pamiętać, że związek między wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej a wartością rynkową przedsiębiorstw nie jest jednoznaczny i zależy od wielu czynników, takich jak sytuacja na rynku, decyzje zarządu spółki czy indywidualne preferencje inwestorów. Można też przypuszczać, że przy dużym wskaźniku koncentracji właścicielskiej i niskim potencjale kapitału intelektualnego dojdzie do spadku wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Potwierdza to przykład spółki PGE, która, jak już wspomniano, charakteryzuje się relatywnie wysokim wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej oraz niskim potencjałem kapitału inte-

lektualnego [Michalski, 2021, s. 5–14]. W tej sytuacji, nawet jeśli przedsiębiorstwo posiada wiedzę i doświadczenie, które mogą wpłynąć na przyszłe wyniki finansowe, niska zdolność do wytwarzania i wykorzystywania wartości niematerialnej może ograniczać jego wartość. Z kolei w przypadku przedsiębiorstw, które charakteryzują się dużym potencjałem kapitału intelektualnego i niskim wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej, wartość rynkowa może być wyższa. Przykładem takiej spółki jest CD Projekt, która posiada silną pozycję na rynku gier komputerowych, a jej potencjał kapitału intelektualnego związany jest z rozwojem nowych projektów i innowacyjnych rozwiązań [Derkowski i in., 2019, s. 995]. W tym przypadku można zauważyć, że niska koncentracja właścicielska nie wpłynęła negatywnie na wartość rynkową spółki, a wręcz przeciwnie – przyczyniła się do większego zainteresowania się nią przez inwestorów [Derkowski i in., 2019, s. 983–999]. Warto przy tym pamiętać, że związki między wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej i potencjałem kapitału intelektualnego a wartością rynkową przedsiębiorstw nie są jednoznaczne i zależą od wielu czynników, takich jak specyfika branży, konkurencja na rynku, zarządzanie przedsiębiorstwem oraz sytuacja na rynkach finansowych. Kolejnym przykładem może być LPP, które zajmuje się projektowaniem, produkcją i dystrybucją odzieży. Spółka ta charakteryzuje się stosunkowo niskim wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej, a także relatywnie wysokim potencjałem kapitału intelektualnego, związanym z innowacyjnymi projektami i technologiami stosowanymi w produkcji odzieży [Witkowska, 2019, s. 204]. W przypadku LPP można zauważyć, że duży nacisk na innowacyjność i rozwój potencjału kapitału intelektualnego wpłynął pozytywnie na jej wartość rynkową [Witkowska, 2019, s. 197–209]. Przykładem spółki, która charakteryzuje się wysokim wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej oraz niskim potencjałem kapitału intelektualnego, może być natomiast PKN Orlen – jeden z największych koncernów paliwowych w Polsce. W przypadku tej spółki wartość rynkowa może być ograniczona, gdyż brak innowacyjnych rozwiązań i niewielka zdolność do wykorzystywania wartości niematerialnej mogą wpłynąć negatywnie na jej wyniki finansowe [Karski, 2020, s. 127–137].

Powyższe analizy mają charakter jedynie przykładowy i nie mogą być próbą reprezentatywną, pozwalającą na uogólnienie wniosków. Związki między wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej, potencjałem kapitału intelektualnego a wartością rynkową przedsiębiorstw są bardzo złożone i zależą od wielu zmiennych.

## 7. Rekomendacje i zastosowanie vs. wdrożenie

W kontekście powyższej analizy autor artykułu rekomenduje cztery rozwiązania holistycznie wpisujące się w nowy paradygmat raportowania ESG i tym samym wyceny przedsiębiorstwa produkcyjnego.

Pierwsza rekomendacja dotyczy stworzenia indeksu BPKI30 (Barometru Potencjału Kapitału Intelektualnego), obejmującego notowania 30 przedsiębiorstw produkcyjnych z WIG20, WIG40 i WIG80 o najwyższym potencjale kapitału intelektualnego, z uwzględnieniem przy

obliczaniu wag istotności wskaźnika koncentracji właścicielskiej. Otwartą kwestią pozostaje opracowanie metodyki liczenia potencjału kapitału intelektualnego przedsiębiorstw produkcyjnych, która powinna opierać się na metodach bezpośredniego pomiaru w połączeniu z audytem weryfikującym rzetelność ujawnionych danych, wyliczonych wskaźników kapitału intelektualnego i ESG. Wskaźnik koncentracji właścicielskiej odnosiłby się w tym przypadku do określonego typu akcjonariusza, a co za tym idzie – predykcji podlegałyby także oczekiwania aprecjacji lub deprecjacji potencjału kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwie. Wynika to z bezpośrednich inwestycji w przedsiębiorstwo, jak również z przeniesienia potencjału (w wyniku np. wzrostu udziałów danego akcjonariusza) wskaźnika koncentracji właścicielskiej ze spółki dominującej do przedsiębiorstwa (np. w wyniku synergii procesów w grupie kapitałowej). Jak już wspomniano, sam indeks powinien obejmować 30 przedsiębiorstw, po 10 z trzech największych zestawień (WIG20, WIG40 i WIG80), o najwyższym potencjale kapitału intelektualnego za ostatni rok sprawozdawczy. Weryfikacji listy przedsiębiorstw dokonywano by na koniec pierwszego kwartału, po zaktualizowaniu danych z raportu kapitału intelektualnego powiązanego ze wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej moderującej potencjał kapitału intelektualnego, jak również przyszłą wycenę rynkową na GPW.

Nowy wzorzec raportu bazujący zarówno na wymogach ESG, w tym koncepcji zrównoważonego rozwoju, jak i sprawozdawczości w obszarze kluczowych komponentów kapitału intelektualnego oraz opracowanie i cykliczne ujawnianie informacji w ramach raportu kwartalnego, prezentującego korelację między potencjałem kapitału intelektualnego – jego kluczowymi komponentami i wskaźnikiem koncentracji właścicielskiej – a typem akcjonariusza i wyceną rynkową danego przedsiębiorstwa produkcyjnego, stanowiłby ważny zbiór informacji cenotwórczych, który przy odpowiednim wsparciu analityków stanowiłby dla interesariuszy podstawę do aktualizacji obecnej i przyszłej wyceny przedsiębiorstwa notowanego na giełdzie w relacji do benchmarkingu spółek wchodzących w skład indeksu BPKI30.

Powyższy raport to swoista predykcja przyszłej wyceny rynkowej – wartości przedsiębiorstwa produkcyjnego – oparta na racjonalnym modelu zależności między poszczególnymi zmiennymi: potencjałem kapitału intelektualnego jako zmiennej niezależnej, kluczowymi komponentami danej warstwy kapitału ludzkiego, organizacyjnego i relacyjnego, a wyceną rynkową – zmienną zależną, obecną i prognozowaną dla danego przedsiębiorstwa w zestawieniu z odchyleniem od rzeczywistej wyceny rynkowej. Zmienną moderującą, jak już wspomniano, byłby wskaźnik koncentracji właścicielskiej, którego wartość determinuje zarówno potencjał kapitału intelektualnego, jak i wycenę rynkową danego przedsiębiorstwa.

Autor ma świadomość potencjalnych trudności, jakich mogą doświadczyć interesariusze w interpretacji danych zawartych w raporcie, jak również ograniczeń inwestycyjnych wynikających ze zmienności indeksu BPKI30. Kreowanie i upowszechnianie racjonalnych zachowań inwestycyjnych na kanwie wiedzy pochodzącej z raportu wymaga wsparcia ze strony analityków, którzy wypracują racjonalne wzorce oceny poszczególnych komponentów kapitału intelektualnego i ich wpływu na przyszłą wycenę rynkową przedsiębiorstwa produkcyjnego. Przedmiotowe badania powinny być prowadzone w kontekście wskaźnika koncentracji



właścicielskiej, tak aby racjonalne reguły kształtowania się kursu giełdowego obejmowały związki przyczynowo-skutkowe między typem akcjonariusza, kapitałem intelektualnym a przyszłą wyceną rynkową. Analiza zachowań uczestników rynku kapitałowego oraz prawdopodobnego strumienia popytu i podaży kształtującej kurs giełdowy danej spółki giełdowej powinna polegać na szacowaniu zwrotu z inwestycji w danym interwale czasu, przy rzeczywistej wycenie ryzyka, na podstawie ujawnionych w raporcie KPI kapitału intelektualnego.

Baza ekspercka opracowanych racjonalnych reguł zachowań inwestycyjnych, odnoszących się do wskaźnika koncentracji właścicielskiej, powinna przy przekroczeniu danego progu procentowego udziałów obligować akcjonariusza większościowego do przedstawienia i realizacji strategii inwestycyjnej w kapitał intelektualny przedsiębiorstwa produkcyjnego. Monitorowanie powyższych założeń powinno odbywać się na bazie określonych KPI kapitału intelektualnego podczas audytu w przedsiębiorstwie. Kolejną kwestią jest ocena zwrotu z inwestycji w kapitał intelektualny i wpływ jego potencjału na wyniki ekonomiczno-finansowe w dłuższej perspektywie, co warunkuje bez wątpienia późniejsze decyzje zakupowe inwestorów.

Model racjonalnych zachowań inwestycyjnych byłby oparty na wskaźnikach korelacji, regresji wielorakiej i predykcji, co pozwoliłoby na znalezienie konsensusu w ramach dokonywanych przez spółkę inwestycji w kapitał intelektualny, a w przypadku odchylenia od planu – na dokonywanie aktualizacji wyceny waloru notowanego na giełdzie, tak jak ma to miejsce w przypadku publikowania wyników finansowych.

## 8. Podsumowanie

Wnioski z przeprowadzonej analizy wskazują, że potencjał kapitału intelektualnego może być ważnym czynnikiem determinującym wycenę giełdową przedsiębiorstw, a koncentracja właścicielska może w sposób zarówno pozytywny, jak i negatywny oddziaływać na wartość kapitału intelektualnego w zależności od typu spółki. Wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstw ma tym samym pozytywny wpływ na ich wycenę na giełdzie, o czym decyduje jednak wiele różnych czynników, w tym koncentracja właścicielska.

Analiza wykazała, że w Polsce istnieje wciąż stosunkowo wysoki poziom koncentracji właścicielskiej, a dominacja zagranicznych inwestorów może mieć wpływ na kształtowanie wartości przedsiębiorstw notowanych na GPW. Ustalono również, że wskaźnik koncentracji właścicielskiej w zależności od typu akcjonariusza może mieć pozytywny bądź negatywny wpływ na wartość kapitału intelektualnego spółki. W przypadku spółek z większym udziałem kapitału intelektualnego silniejsza koncentracja właścicielska pozytywnie oddziałuje na wartość kapitału intelektualnego, co może być związane z większą stabilnością i długoterminowym podejściem do rozwoju firmy przez znaczących akcjonariuszy. W przypadku spółek o mniejszym udziale kapitału intelektualnego silniejsza koncentracja właścicielska może mieć negatywny wpływ na wartość kapitału intelektualnego, co może z kolei wynikać z mniejszej elastyczności i zdolności do adaptacji w zmieniających się warunkach rynkowych.

Należy jednak pamiętać, że zaprezentowana w artykule analiza dotyczyła tylko spółek notowanych na GPW, co oznacza, że jej wyniki ograniczają się głównie do polskich realiów i nie mogą być bezpośrednio odnoszone do innych krajów czy rynków finansowych.

Biorąc pod uwagę powyższe, warto podkreślić znaczenie kapitału intelektualnego w powiązaniu z raportowaniem zrównoważonego rozwoju oraz jego wpływu na ocenę wartości przedsiębiorstwa produkcyjnego, a także na współwystępowanie koncentracji właścicielskiej w modelu wzajemnych zależności. Zrozumienie tych uwarunkowań, szczególnie w odniesieniu do podmiotów produkcyjnych, które mają z definicji bardziej złożone modele biznesu, i jej ujawnienie przez organy nadzoru finansowego przyczyni się do krzewienia edukacji finansowej i racjonalności ekonomicznej wśród uczestników rynku kapitałowego w ramach nowego paradygmatu raportowania ESG. Opracowanie raportu weryfikującego ocenę inwestycji w kapitał intelektualny przez danego akcjonariusza wiodącego może zwiększyć predykcję przyszłej wyceny przedsiębiorstwa produkcyjnego i przyczynić się do stworzenia mechanizmu ujawniającego i zapobiegającego nadużyciom finansowym oraz do ochrony inwestorów.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Briscoe, D. (2008). *The Role of Interest Groups in the Policy Process*. W: *State and Local Politics: Institutions and Reform*, J.A. Chandler, G.A. Shinn (Eds.). Belmont: Wadsworth Cengage Learning.
2. Grzywacz, T. (2008). *Concentration of Ownership and Company Performance: Research Methodology and Empirical Evidence from Warsaw Stock Exchange*. In: *Advances in Fuzzy Systems and Data Mining*. Cham: Springer.
3. Lo, A.W. (2017). *Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought*. Princeton: Princeton University Press.
4. Nonaka, I., Takeuchi, H. (1995). *The Knowledge-Creating Company: How Japanese Companies Create the Dynamics of Innovation*. New York–Oxford: Oxford University Press.

### Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. Bontis, J.A., Dragonetti, N., Jacobsen, K., Roos, J. (1999). *The Knowledge Toolbox: A Review of the Tools Available to Measure and Manage Intangible Resources*, *European Management Journal*, 17(4).
2. Bontis, N., Keow, W.C.C., Richardson, S. (2000). *Intellectual Capital and Business Performance in Malaysian Industries*, *Journal of Intellectual Capital*, 1(1).
3. Chen, J., Delmas, M.A. (2011). *Measuring the Environmental Performance of Firms: A Case for Including Strategic Alliances in the Assessment*, *Journal of Economics Management Strategy*, 20(3).

4. Corrado, C., Haskel, J., Jona-Lasinio, C., Iommi, M. (2018). Intangible Investment in the EU and US before and since the Great Recession and Its Contribution to Productivity Growth, *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 2(1).
5. Cyfert, M., Sługocka, A. (2017). Innowacyjność a wartość przedsiębiorstwa, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 931.
6. Danielewicz, J., Jemielniak, D. (2016). Kapitał intelektualny a wycena giełdowa przedsiębiorstw notowanych na GPW, *Gospodarka Narodowa*, 1.
7. Derkowski, A., Kompa, K., Wilczyński, P. (2019). The Impact of Ownership Structure on the Market Value of Companies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange, *Journal of Business Research*, 104.
8. Derkowski, A., Noga, T., Wachowska, J. (2019). Determinants of Concentration of Ownership in Listed Companies in Poland, *Economic and Environmental Studies*, 19(2).
9. Duyma, M. (2017). Kultura organizacyjna a wyniki finansowe przedsiębiorstwa, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 934.
10. Fassin, Y., Van Rossem, A., Buelens, M. (2011). Small Business Owners and the Pressure of Interest Groups: An Empirical Analysis, *Journal of Small Business Management*, 49(2).
11. Hansen, M.T., Nohria, N., Tierney, T. (1999). What's Your Strategy for Managing Knowledge?, *Harvard Business Review*, 77(2).
12. Jajuga, K., Jajuga, T., Rostek, K. (2015). The Influence of Intellectual Capital on the Market Value of Companies with Different Ownership Structures: Empirical Evidence from Poland, *Baltic Journal of Management*, 10(3).
13. Karski, M. (2020). Znaczenie kapitału intelektualnego w procesie wyceny przedsiębiorstw, *Journal of Modern Science*, 45(1).
14. King, A.A., Lenox, M.J. (2000). Industry Self-Regulation without Sanctions: The Chemical Industry's Responsible Care Program, *Academy of Management Journal*, 43(4).
15. Kostera, M. (2012). Grupy interesu a wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstw produkcyjnych, *Problemy Zarządzania*, 10(1).
16. Kowalski, J. (2018). Zarządzanie jakością a wartość przedsiębiorstwa, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 972.
17. Michalski, G. (2021). Ocena wartości przedsiębiorstwa z wykorzystaniem metod ilościowych i jakościowych, *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego*, 69.
18. Nowikowa, J. (2016). Kapitał intelektualny jako element wyceny przedsiębiorstw, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 876.
19. Prędkiewicz, P. (2015). The Impact of Ownership Structure on the Value of Intellectual Capital, *Procedia Economics and Finance*, 27.
20. Smith, A.B., McKeen, J.D. (2003). The Impact of Interest Groups on Corporate Strategy and Performance, *Journal of Management*, 29(6).
21. Szopiński, M. (2015). Wpływ wskaźnika koncentracji właścicielskiej na wartość przedsiębiorstwa, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 394.
22. Szopiński, M., Wójcik, R., Kąkol, M. (2015). Wpływ wskaźników akcjonariatu na wycenę spółek notowanych na GPW, *Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae*, 19(2).

23. Witkowska, J. (2019). Analiza wartości przedsiębiorstw z wykorzystaniem kapitału intelektualnego, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 637.
24. Żołądek, J., Kubiak, K., Dobija, M. (2017). The Importance of Intellectual Capital and Ownership Concentration for Market Value: Empirical Evidence from Warsaw Stock Exchange, *Journal of Management and Business Administration. Central Europe*, 25(2).
25. Żołądek, P., Duraj, J., Skowronek-Mielczarek, A. (2020). Concentration of Ownership and Market Value of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange, *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 16(3).
26. Żurawicki, K. (2017). Kapitał intelektualny a wycena przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 488.
27. Żurawicki, T. (2017). Concentration of Ownership and Intellectual Capital in Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange, *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 13(2).

---

## Intellectual capital and the ownership concentration ratio as a determinant of the valuation of manufacturing enterprises quoted on the Warsaw Stock Exchange

---

### Summary

The article presents an analysis of the relationship between the value of intellectual capital, the ownership concentration ratio, and the stock valuation of manufacturing companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The results of the analysis showed a positive correlation between the value of intellectual capital and the stock valuation of companies. Increasing the potential of intellectual capital has a positive impact on stock valuation, while the presence of a significant shareholder in the ownership structure may have a negative impact on this valuation. The analysis also revealed that the ownership concentration ratio, depending on its type, can have a positive or negative impact on the value of intellectual capital. The conclusions drawn from the analysis indicate that the value of intellectual capital significantly affects the stock valuation of manufacturing companies listed on the Warsaw Stock Exchange. At the same time, ownership concentration is an important determinant of valuation. The analysis suggests that manufacturing companies should invest in the development of their intellectual capital to increase their value in the stock market. They should also pay attention to the ownership structure to avoid negative effects of ownership concentration. Moreover, the analysis seeks to establish cause-and-effect relationships between the independent variable – the type of shareholder, and the dependent variable – the value of the intellectual capital of manufacturing companies. A key aspect of the analysis is determining the co-occurrence of increases or decreases in stock valuation with the concentration ratio of a particular type of shareholder. Understanding these relationships and disclosing them by financial supervisory bodies can contribute to promoting financial education and economic rationality within the new ESG reporting paradigm. The construction of a verifying report assessing the investment in intellectual capital by a leading type of shareholder can enhance the prediction of a manufacturing company's future valuation and contribute to the development of a mechanism for

detecting and preventing financial misconduct and protecting investors. Thus, I make the following recommendations:

- create the BPKI30 (Barometer of Intellectual Capital Potential) index of 30 manufacturing companies with the highest intellectual capital potential, correlated with the ownership concentration index, consisting of a representative number of companies from the WIG20, WIG40 and WIG80;
- develop and periodically disclose within the framework of a quarterly report the correlation between the potential of intellectual capital – its key components and the ownership concentration index – and the type of shareholder and market valuation of a given manufacturing company;
- creation and dissemination of rational investment behaviour on the basis of the knowledge made available in the report, allowing for the estimation of the return on investment in a given interval of time, with a real valuation of risk, on the basis of disclosed KPIs (Key Performance Indicators) of intellectual capital;
- construction of a model of causal relationships between intellectual capital variables, ownership concentration index and market valuation, and identification of determinants of stakeholder investment behaviour with publication of benchmarking of manufacturing companies effectively managing intellectual capital in a given industry.

**Keywords:** ESG, intellectual capital, manufacturing companies, non-financial reporting, ownership structure, ownership concentration ratio, market valuation

---