



Anna Blajer-Gołąbiewska*

Uniwersytet Gdański

POMIAR POSTRZEGANEJ PRZEZ INWESTORÓW REPUTACJI PRZEDSIĘBIORSTWA

STRESZCZENIE

W artykule poruszono temat reputacji przedsiębiorstwa jako zmiennej mającej wpływ na podejmowanie decyzji przez inwestorów. Celem artykułu jest określenie możliwości jej pomiaru. Na podstawie analizy literaturowej zidentyfikowano stosowane dotychczas metody pomiaru. Analizie poddano możliwości ich zastosowania, a także ich przydatność do określenia poziomu postrzeganej przez inwestorów reputacji. Jak wykazują badania, inwestorzy nie zawsze zachowują się zgodnie z teoriami finansów oraz teoriami opartymi na psychologii. Dlatego, w kontekście badań nad czynnikami kształtującymi rzeczywiste decyzje inwestorów, problematyka praktycznego pomiaru reputacji przedsiębiorstwa może okazać się szczególnie istotna.

Słowa kluczowe: reputacja przedsiębiorstwa, decyzje inwestycyjne

Wprowadzenie

Istnieje wiele teorii dotyczących inwestowania. Pomimo to badania wykazują, że inwestorzy nie zawsze zachowują się zgodnie z tymi teoriami (Nofsinger, 2016). Efektem prób wyjaśnienia tych rozbieżności było wprowadzenie podejścia beha-

* Adres e-mail: a.blajer@ug.edu.pl

wioralnego, opartego na czynnikach psychologicznych. Kolejnym etapem rozwoju tej problematyki jest wprowadzenie koncepcji wpływu swoistej reputacji danego przedsiębiorstwa na zachowania inwestorów.

Koncepcja ta znajduje swoje uzasadnienie w praktyce. W krajach o rozwiniętych rynkach finansowych można zauważyć wzrost popularności inwestowania w spółki odpowiedzialne społecznie czy też spółki o wysokiej reputacji.

W badaniach dotyczących zachowań inwestorów coraz częściej zwraca się uwagę na rolę reputacji przedsiębiorstwa (Fernández-Gámez i in., 2016; Blajer-Gołębowska, Kos, 2016, s. 11–31; Smith, Smith, Wang, 2010; Brammer, Brooks, Pavelin, 2006, s. 1–28; Rose, Thomsen, 2004, s. 201–210 i in.). W tym kontekście nasuwa się potrzeba określenia uniwersalnych metod pomiaru reputacji z punktu widzenia inwestorów.

Celem niniejszego artykułu jest określenie możliwości pomiaru postrzeganej przez inwestorów reputacji przedsiębiorstwa. Zastosowanymi na potrzeby artykułu metodami są analiza porównawcza i krytyczna literatury. W pierwszej części artykułu dokonano analizy pojęcia reputacji przedsiębiorstwa. W drugiej części przeprowadzono analizę przydatności metod pomiaru. Ostatnia część artykułu zawiera podsumowanie, wnioski, a także wytycza kierunek dalszych badań w zakresie tej problematyki.

1. Reputacja przedsiębiorstwa w oczach inwestorów

Jedną z najpopularniejszych definicji reputacji przedsiębiorstwa stanowi, że reputacja jest zbiorową reprezentacją przeszłych działań przedsiębiorstwa oraz wyników, które opisują jego zdolność do dostarczenia wartościowych rezultatów wielu interesariuszom (Fombrun, van Riel, 1997, s. 9).

Do niedawna problematyka reputacji przedsiębiorstwa poruszana była głównie odniesieniu do dyscypliny zarządzania – w kontekście relacji z klientami, marketingu, budowania reputacji i zarządzania nią. Jednak reputacja powstaje w oparciu o spostrzeżenia nie tylko przez klientów, ale i innych interesariuszy (Rose, Thomsen, 2004, s. 202; Caruana, Chircop, 2000, s. 43). Biorąc pod uwagę zróżnicowanie oczekiwań oraz kryteriów oceny przedsiębiorstwa w poszczególnych grupach jego interesariuszy, można nawet stwierdzić, że w każdej z tych grup tworzone są różne „reputacje” (Walker, 2010; Pharoah, 2003; Bromley, 2000). W rezultacie reputacja

przedsiębiorstwa wiąże się „z zaufaniem, jakim firma obdarzana jest przez klientów, pracowników inwestorów i inne grupy, od których zależy jej pomyślny rozwój” (Dąbrowski, 2010, s. 9).

Barnett, Jermier i Lafferty (2006) podkreślają, że wartość reputacji jest funkcją wielu zmiennych finansowych, społecznych czy też środowiskowych, pojawiających się w trudnych do przewidzenia momentach na osi czasu. Popularne stwierdzenie, że reputację buduje się latami, ale może można ją zniszczyć w ciągu jednej chwili, wyrażone jest w dynamicznym ujęciu reputacji jako długoterminowego agregatu spostrzeżeń danego interesariusza, dotyczących tego, jak działania przedsiębiorstwa odpowiadają na oczekiwania interesariuszy (Wartick, 1992, s. 34).

Reasumując, można przywołać definicję stanowiącą, że reputacja to zależna od kontekstu zbiorcza reprezentacja wrażeń, dotyczących nie tylko przeszłych działań przedsiębiorstwa, ale i jego perspektyw w odniesieniu do pewnego standardu (Walker, 2010, s. 370).

Pomiar reputacji oparty może być na różnorodnych metodach, których podstawą są modele wyceny przedsiębiorstw, rankingi przedsiębiorstw, wskaźniki reputacji, analiza zawartości, indeksy giełdowe itd. Wciąż powstają nowe metody pomiaru reputacji, często jako rozwinięcie tych poprzednio stosowanych. Dlatego na potrzeby niniejszego artykułu pogrupowano dotychczasowe metody pomiaru reputacji, omówiono je, a następnie dokonano analizy ich przydatności.

2. Metody oparte na modelach wyceny przedsiębiorstw

Zakładając, że przedsiębiorstwo cieszy się wysoką reputacją, należy spodziewać się dodatniej różnicy pomiędzy jego wartością wyznaczoną przy użyciu metod dochodowych D a wartością wyznaczoną za pomocą metod majątkowych M . W modelach mieszanych wyceny przedsiębiorstw zakłada się, że część a tej różnicy jest wartością reputacji przedsiębiorstwa: $R = a(D - M)$, dlatego metody te zwane są również metodami opartymi na reputacji.

Przekształcając wzory na wycenę przedsiębiorstwa dla każdej z metod mieszanych, można wyznaczyć wartość reputacji. W metodzie wartości średniej jest to:

$R = \frac{D - M}{2}$, czyli $a = \frac{1}{2}$. W metodzie szwajcarskiej przyjęto wartość $a = \frac{2}{3}$. Ana-

logicznie wzory na wartość reputacji można otrzymać po przekształceniu wzorów na wycenę metodami (Jaki, 2008):

- anglosaksońską przy danej stopie dyskontowej r oraz dla n okresów

$$R = \left(1 - \frac{1}{(1+r)^n} \right) (D - M);$$

- ciągłych odpisów od wartości reputacji, gdzie m to liczba lat, przez które

$$\text{będzie amortyzowana reputacja } R = \frac{1}{1 + \frac{1}{rm}} (D - M) \text{ itd.}$$

Takie metody umożliwiłyby określenie reputacji w jednostkach pieniężnych, jednak mają kilka istotnych wad. Po pierwsze, uzyskana wartość zależy od doboru metody mieszanej. Po drugie, dyskusyjne mogą być już wartości przedsiębiorstwa wyznaczone metodami: majątkową i dochodową. Szczególne trudności mogą wystąpić w przypadku wyceny metodami dochodowymi przez podmioty zewnętrzne względem wycenianego, co wynika z niepełnego dostępu do informacji dotyczących np. przyszłych nakładów inwestycyjnych. Po trzecie, istnieją opinie, że tak wyliczona wartość reputacji bliższa jest w istocie koncepcji *goodwill*, a nie definicji reputacji przedsiębiorstwa (Pęksyk, 2014, s. 514).

3. Metody oparte na rankingach przedsiębiorstw i wskaźnikach

Najbardziej popularną zmienną reprezentującą poziom reputacji jest liczba punktów zdobytych w rankingu przedsiębiorstw o najwyższej reputacji. W 2007 roku została opublikowana lista 183 takich rankingów z podziałem na kraje lub regiony, których dotyczą (Fombrun, 2007). Do najczęściej wykorzystywanych kryteriów należały jakość miejsca pracy oraz wyniki finansowe przedsiębiorstw. Jednakże tylko niewielką grupę tych rankingów można byłoby odnieść do koncepcji reputacji przedsiębiorstwa z punktu widzenia inwestorów.

Do tej pory w badaniach najczęściej wykorzystywane są dane z rankingu „The World’s Most Admired Companies” (Cole, 2012; Smith, Smith, Wang, 2010; Vergin, Qoronfleh, 1998; Brown, 1997 i in.). Zgodnie z procedurą najpierw wybiera się największe przedsiębiorstwa w każdym z przemysłów. Następnie kierownicy, dyrek-

torzy i analitycy proszeni są o ocenę przedsiębiorstw z sektora, w którym działają zgodnie z dziewięcioma kryteriami (Fortune, 2016):

- zdolność do przyciągnięcia i zatrzymania utalentowanych osób,
- jakość zarządzania,
- odpowiedzialność społeczna i środowiskowa,
- innowacyjność,
- jakość produktów lub usług,
- wykorzystanie aktywów korporacyjnych,
- kondycja finansowa,
- długookresowa wartość inwestycyjna,
- skuteczność w prowadzeniu działalności gospodarczej w skali globalnej.

Ostatecznie dla każdego z przedsiębiorstw podany zostaje całościowy wynik, miejsce w rankingu ogólnym, miejsce w rankingu w przemyśle, liczba punktów według każdego z kryteriów itp.

Zaletami pomiaru reputacji na podstawie tego typu rankingów są odzwierciedlanie spostrzeżeń inwestorów, jakość uzyskanych wyników (wyrażonych w postaci punktów), a także porównywalność uzyskiwanych wyników – ze względu na dużą liczbę badań przeprowadzonych z ich użyciem. Bezsporną ich wadą jest fakt, że obejmują tylko największe i najbardziej znane przedsiębiorstwa, często działające na terenie wybranego kraju. Ponadto badania na podstawie rankingów nie zawsze prowadzą do jednorodnych oraz jednoznacznych rezultatów. Badanie przeprowadzone przez Brammera, Brooksa i Pavelina (2006) wykazało, że nie tylko spółki, których reputacja poprawiła się, ale i te, których reputacja spadła, wykazywały wzrost nadzwyczajnych stóp zwrotu. Jednakże często, gdy nastąpił spadek reputacji, spółka wciąż pozostawała w grupie spółek o najwyższej reputacji. Zatem warto było w nią inwestować. Na przykładzie powyższego badania wyraźnie widać, że wyniki badań przeprowadzonych na podstawie rankingów należy interpretować z dużą ostrożnością.

W Polsce rankingiem, który w największym stopniu spełnia kryteria niezbędne do pomiaru postrzeganej przez inwestorów reputacji przedsiębiorstwa, jest Ranking Odpowiedzialnych Firm publikowany od 2007 roku. Oceniane są w nim jednak największe spółki działające w Polsce. Ranking tworzony jest na podstawie rozsyłanej do przedsiębiorstw ankiety podzielonej są na pięć obszarów: odpowiedzialne przywództwo, zaangażowanie społeczne, komunikacja z interesariuszami, innowa-

cyjność społeczna, odpowiedzialne zarządzanie. Następnie sprawdzane są dokumenty przedsiębiorstwa oraz przeprowadzane są rozmowy z osobami decyzyjnymi w przedsiębiorstwie. Utrudnieniem w badaniach na podstawie tego rankingu jest częste modyfikowanie ankiety, a także relatywnie nieduża liczba notowanych przedsiębiorstw. Od początku istnienia rankingu liczba ta wahała się od 38 do 74 spółek.

Rozwinięciem metod pomiaru reputacji opartych na rankingach jest wskaźnik Reputation Dividend. W publikowanych corocznie raportach dla przedsiębiorstw z USA i Wielkiej Brytanii podawane są wartości rynkowe ich reputacji. Dywidenda reputacji wyliczana jest na podstawie zmiennych finansowych (EBITDA, EBIT, zysk na akcję, stopa dywidendy, beta, płynność, kapitał własny, ROA) oraz pozafinansowych (pochodzących głównie z badania „The Most Admired”). Wyznaczone na tej podstawie udziały poszczególnych czynników tworzących reputację nie tylko przyjmują różne wartości dla różnych indeksów giełdowych, ale i są zmienne w czasie. Zgodnie z wynikami „The 2016 UK Reputation Dividend Report”, największy wkład w tworzenie wartości reputacji miał czynnik „kondycja finansowa przedsiębiorstwa” (21,11%). Następne były „zdolność do przyciągnięcia i zatrzymania utalentowanych osób” (13,91%) oraz „jakość zarządzania” (13,15%).

W badaniu wyznaczany jest też wkład reputacji w tworzenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa (*Reputation Contribution*), czyli ułamek wartości przedsiębiorstwa (liczonej jako kapitalizacja rynkowa), która powstała na bazie reputacji. Zgodnie z raportem wydanym w styczniu 2016 roku wartość reputacji przedsiębiorstw z indeksu FTSE 350 stanowiła 36% procent ich wartości (kapitalizacji) rynkowej.

Uwzględniając zarówno czynniki finansowe, jak i opartą na spostrzeżeniach subiektywną wycenę wartości reputacji przedsiębiorstwa, metoda ta zachowuje spójność z definicją reputacji, jako funkcji wielu zmiennych finansowych i pozafinansowych (Barnett, Jermier, Lafferty, 2006). Ponadto pozwala na określenie wartości reputacji nie tylko w punktach, ale i w jednostkach pieniężnych.

Konstrukcję zbliżoną do rankingów oraz dywidendy reputacji posiadają tzw. wskaźniki reputacji. Najczęściej stosowanym w badaniach jest Reputation Quotient (Kanto, de Run, bin Md Isa, 2016; Gardberg, 2006; Formbrun, Gardberg, Sever, 2000 i in.). Wskaźnik ten jest wyliczany w oparciu o kwestionariusz, którego podstawą jest sześć wymiarów: podejście emocjonalne, produkty i usługi, wyniki finansowe, wizja i przywództwo, miejsca pracy, społeczna odpowiedzialność.

Na podstawie wywiadów on-line oraz telefonicznych (respondenci wybrani z ogółu populacji) wyznaczane są przedsiębiorstwa, wyróżniające się szczególnie dobrymi lub złymi wartościami. Następnie są one oceniane w oparciu o 20 pytań odnoszących się do wyżej wymienionych sześciu wymiarów. W ten sposób wyliczany jest wskaźnik. Stosowanie wskaźnika do dalszych badań w istocie posiada te same wady i zalety, co stosowanie rankingów.

4. Analiza zawartości

Jak wskazują badania, istnieje ścisła zbieżność pomiędzy tym, co przekazują media, a opinią publiczną (Ader, 1995). Dlatego Deephouse i Carter (2005) mierzyli reputację normatywną (publiczną), która pokazuje, w jakim stopniu organizacja jest postrzegana jako lepsza od innych w zakresie norm i wartości społecznych. Wykorzystując metodę analizy treści, stosowaną w socjologii i psychologii, na podstawie ustalonej próby artykułów prasowych wydzielili trzy kategorie zdarzeń: oceniane pozytywnie, oceniane negatywnie, oceniane neutralnie.

Wskaźniki dla każdego przedsiębiorstwa wyliczono na podstawie współczynnika niezbilansowania C (*coefficient of imbalance*; Janis, Fadner 1943, 1965). W wersji zastosowanej przez Deephouse'a i Cartera (2005, s. 342) wyrażony jest on wzorem:

$$C = \begin{cases} \frac{p^2 - pn}{t^2} \text{ if } p > n; \\ 0 \text{ if } p = n; \\ \frac{pn - n^2}{t^2} \text{ if } n > p, \end{cases}$$

gdzie:

p – liczba informacji pozytywnych,

n – liczba informacji negatywnych,

$t = p + n$.

Wartości ujemne współczynnika oznaczają negatywną reputację, a dodatnie oznaczają pozytywną. Im wyższa wartość bezwzględna współczynnika, tym bardziej negatywna lub pozytywna jest wartość reputacji.

Na podobnej zasadzie tworzony jest Covalence EthicalQuote Reputation Index, również oparty na analizie zwartości. Informacje zawarte np. w artykułach, są klasyfikowane zgodnie z 50 kryteriami podzielonymi na 7 grup: nadzór, zobowiązania i zaangażowanie, ekonomia, środowisko, praktyki w zakresie pracy i dobra praca, prawa człowieka, społeczeństwo i odpowiedzialność za produkt. W ten sposób określa się reputację ponad 3000 przedsiębiorstw z różnych krajów. Badania umożliwiają ujęcie spostrzeżeń interesariuszy w formie skwantyfikowanej (Saha, 2005).

Do praktyk wypracowanych w marketingu w zakresie analizy zawartości odwołuje się też wykorzystanie procedury C-OAR-SE (Rossiter, 2002). Procedura ta umożliwia utworzenie skal do pomiaru pewnych pojęć i jest stosowana np. właśnie do tworzenia skal pomiaru reputacji (Helm, 2007; Schwaiger, 2004).

W celu zbudowania indeksów dla każdej z cech reputacji na podstawie czynników formatywnych można dodatkowo przeprowadzić analizę głównych składowych (*Principal Component Analysis*) danej cechy oraz użyć modeli wielorakich wskaźników – wielorakich skutków (*Multiple Indicators Multiple Causes*). Pozwalają one na globalną ocenę rzetelności i trafności stosowanych skal.

5. Indeksy giełdowe

Niektóre giełdy papierów wartościowych tworzą indeksy, obejmujące spółki o najwyższej reputacji czy też cechujące się wysokim poziomem społecznej odpowiedzialności biznesu. Jednym z pierwszych był Dow Jones Sustainability Index utworzony w 1999 roku w USA. Ponadto na rynku amerykańskim funkcjonuje Calvert Social Index, a na innych rynkach są to np. FTSE4Good index (London Stock Exchange), FTSE Johannesburg Stock Exchange Socially Responsible Index czy też RESPECT Index (GPW w Warszawie). Podstawą tworzenia takich indeksów są nie tylko dane finansowe, ale i ocena cech pozafinansowych spółek. Przykładowo indeks RESPECT obejmuje spółki o najwyższej płynności, wysoko oceniane pod względem ładu informacyjnego, relacji z inwestorami oraz społecznej odpowiedzialności. Zwykle ujawniana jest wyłącznie informacja o tym, czy dana spółka znalazła się w indeksie. Zatem włączenie do indeksu można wykorzystać jako zmienną zero-jedynkową reprezentu-

jącą poziom reputacji. Jednak należy pamiętać, że indeksy te powstają na podstawie informacji finansowych i pozafinansowych. Dlatego wykorzystywanie ich do badania relacji pomiędzy reputacją a wynikami finansowych spółek jest ograniczone.

Podobnie jak w przypadku rankingów, należy tu zachować ostrożność przy interpretacji wyników badań. Przykładowo, badanie cen akcji spółek z indeksu RESPECT wykazało występowanie wysokich ponadprzeciętnych stóp zwrotu po włączeniu ich do tego indeksu. Jednakże ceny tych przedsiębiorstw już przed informacją o wzroście cen utrzymywały się na relatywnie wysokich poziomach (Blajer-Gołębiewska, 2014).

6. Ekonomia eksperymentalna

W badaniach wpływu reputacji na zachowania inwestorów nie zawsze potrzebna jest konkretna wartość reputacji. Przykładem mogą być badania eksperymentalne. W badaniu dotyczącym wrażliwości inwestorów na finansowe i etyczne aspekty reputacji (Blajer-Gołębiewska, Kos, 2016) przeprowadzono eksperyment ekonomiczny, w którym czynnikami reprezentującymi reputację były: rekomendacja analityków dotycząca spółki (neutralna lub pozytywna), wartość reputacji (negatywna lub pozytywna) oraz domena reputacji (etyka lub finanse). Uczestnicy badania mieli podejmować decyzje o zakupie lub sprzedaży akcji spółek w oparciu o uzyskane informacje. Opierając się na próbie 237 respondentów stwierdzono, że wszystkie z analizowanych czynników statystycznie istotnie wpływały na decyzje dotyczące zakupu lub sprzedaży akcji.

Tabela 1. Cechy metod pomiaru postrzeganej przez inwestorów reputacji przedsiębiorstwa

Kryterium Metody oparte na:	Wycena reputacji w pieniądzu	Określenie liczby punktów / miejsca w rankingu	Oparte na bezpośrednich spostrzeżeniach	Oparte na danych finansowych	Częstotliwość wykorzystania w badaniach
1	2	3	4	5	6
modelach wyceny przeds.	TAK	NIE	NIE	TAK	mała
rankingach przedsiębiorstw	TAK/NIE	TAK	TAK	TAK/NIE	duża

1	2	3	4	5	6
dywidendzie reputacji	TAK	NIE	TAK	TAK	duża
wskaźnikach	NIE	TAK	TAK	TAK/NIE	duża
analizie zawartości	NIE	TAK	TAK	NIE	mała
indeksach giełdowych	NIE	TAK (0 lub 1)	TAK	TAK	mała
badaniach eksperymentalnych	TAK/NIE	TAK/NIE	TAK	NIE	mała

Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzona analiza metod pomiaru postrzeganej przez inwestorów reputacji przedsiębiorstwa wykazała dużą ich różnorodność (tabela 1). Niektóre z nich pozwalają na wycenę reputacji w pieniądzu (dywidenda reputacji, metody oparte na modelach wyceny przedsiębiorstw), inne wyodrębniają spółki o wyższej reputacji (indeksy giełdowe), jeszcze inne umożliwiają przypisanie pewnej liczby punktów (oparte na analizie zawartości, rankingi, wskaźniki) czy też ustalenie relatywnej pozycji względem innych przedsiębiorstw (rankingi). Różna jest także częstotliwość wykorzystywania ich w badaniach reputacji. Metody oparte są bezpośrednio na spostrzeżeniach lub też pośrednio, czyli na wartościach odzwierciedlających te spostrzeżenia. Niektóre z metod bazują na wynikach finansowych przedsiębiorstw, co może być problematyczne przy takich badaniach, jak wpływ reputacji na wyniki finansowe.

Podsumowanie

Poza wyżej opisanymi metodami, w literaturze można znaleźć różnorodne podejścia do pomiaru reputacji: od tych opartych na liczbie zwycięstw w konkursach (Rao, 1994), poprzez oparte na zdolności do spłaty zobowiązań (Deephouse, Carter, 2005) aż do opartych na udziale w rynku (Fang, 2005). Proponowane są kolejne modele oceny reputacji przedsiębiorstw (Nawrocki, Sz wajca, 2017).

W literaturze można znaleźć pogląd, że reputacja przedsiębiorstw powinna być mierzona raczej poprzez spostrzeżenia (percepcje) inwestorów niż poprzez faktyczną jej reprezentację (Wartick, 2002). Większość z przedstawionych metod

spełnia ten postulat (tab. 1). Problematykę tę rozszerza koncepcja dwuwymiarowego podejścia do reputacji, zgodnie z którą ocena reputacji przedsiębiorstwa opiera się na subiektywnych ocenach jego cech (czynnik kognitywny) oraz na wewnętrznym usposobieniu względem tych cech (czynnik afektywny; Hall, 1992, s. 138). Celem nowszych modeli jest czasem również obiektywizacja mierników reputacji, np. w modelu opartym o teorię zbiorów rozmytych zaproponowanym przez Nawrockiego i Sz wajcę (2017).

Przeprowadzona w niniejszym artykule analiza metod pomiaru reputacji prowadzi do konkluzji, że do tej pory nie została wypracowana metoda, która jednoznacznie i bezsprzecznie określałaby wartość reputacji przedsiębiorstwa. Każda z przedstawionych metod może budzić wątpliwości. Przyjęcie założenia, że dane o wynikach przedsiębiorstwa i jego bieżącej sytuacji nie warunkują zachowań rynkowych inwestorów w sposób bezpośredni, tylko pośredni – poprzez długookresową sumę spostrzeżeń dotyczących tego przedsiębiorstwa, czyli poprzez jego reputację – otwiera nowe pole dla badań nad pomiarem reputacji oraz nad podejmowaniem decyzji przez inwestorów.

Literatura

- Ader, C.R. (1995). A Longitudinal Study of Agenda Setting for the Issue of Environmental Pollution. *Journalism and Mass Communication Quarterly*, 72, 300–311.
- Barnett, M.L., Jermier, J.M., Lafferty, B.A. (2006). Corporate Reputation: The Definitional Landscape. *Corporate Reputation Review*, 9 (1), 26–38. DOI: 10.1057/palgrave.crr.1550012.
- Blajer-Gołębiewska, A., Kos, M. (2016). Investors are More Sensitive to Information About Financial Rather than Ethical Reputation of a Company: Evidence from an Experimental Study. *Economics and Sociology*, 9 (1), 11–31. DOI: 10.14254/2071-789X.2015/9-1/1.
- Blajer-Gołębiewska, A. (2014). Do Stock Exchange Indices Based on Reputational Factors Matter? *International Journal of Academic Research. Part B*, 6 (4), 231–237. DOI: 10.7813/2075-4124.2014/6-4/B.35.
- Brammer, S., Brooks, C., Pavelin, S. (2006). Corporate Reputation and Stock Returns: Are Good Firms Good for Investors? *ICMA Center Discussion Papers in Finance*, 05, 1–28. DOI: 10.2139/ssrn.637122.
- Bromley, D.B. (2000). Psychological Aspects of Corporate Identity, Image and Reputation. *Corporate Reputation Review*, 3 (3), 240–252. DOI: 10.1057/palgrave.crr.1540117.

- Brown, B. (1997). Stock Market Valuation of Reputation for Corporate Social Performance. *Corporate Reputation Review*, 1 (1/2), 76–80.
- Caruana, A., Chircop, S. (2000). Measuring Corporate Reputation: A Case Example. *Corporate Reputation Review*, 3 (1), 43–57. DOI: 10.1057/palgrave.crr.1540098.
- Cole, S. (2012). The Impact of Reputation on Market Value. *World Economics*, 13 (3), 47–68.
- Dąbrowski, T.J. (2010). *Reputacja przedsiębiorstwa. Tworzenie kapitału przedsiębiorstwa*. Kraków: Oficyna Wolters Kluwer Business.
- Deephouse, D.L., Carter, S.M. (2005). An Examination of Differences between Organizational Legitimacy and Organizational Reputation. *Journal of Management Studies*, 42, 329–360. DOI: 10.1111/j.1467-6486.2005.00499.x.
- Fang, L.H. (2005). Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services. *Journal of Finance*, 60, 2729–2761. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00815.x.
- Fernández-Gámez, M.A., Gil-Corral, A.M., Galán-Valdivieso, F. (2016). Corporate Reputation and Market Value: Evidence with Generalized Regression Neural Networks. *Expert Systems With Applications*, 46, 69–76. DOI: 10.1016/j.eswa.2015.10.028.
- Fombrun, C.J., van Riel, C.B.M. (1997). The Reputational Landscape. *Corporate Reputation Review*, 1 (1/2), 5–13. DOI: 10.1057/palgrave.crr.1540024.
- Fombrun, C.J., Gardberg, N.A., Sever, J.M. (2000). The Reputation Quotient: A Multi-stakeholder Measure of Corporate Reputation. *Journal of Brand Management*, 7 (4), 241–255.
- Fombrun, C.J. (2007). List of Lists: A Compilation of International Corporate Reputation Ratings. *Corporate Reputation Review*, 10 (2), 144–153. DOI:10.1057/palgrave.crr.1550047.
- Forum Odpowiedzialnego Biznesu (2017). Pobrane z: <http://odpowiedzialnybiznes.pl/ranking-odpowiedzialnych-firm/> (15.01.2017).
- Fortune. Strony internetowe czasopisma: <http://fortune.com/worlds-most-admired-companies/2016/>.
- Gardberg, N. (2006). Reputation, Reputazione, Reputatie, Ruf: A Cross-cultural Qualitative Analysis of Construct and Scale Equivalence. *Corporate Reputation Review*, 9 (2), 1–23.
- Hall, R. (1992). The Strategic Analysis of Intangible Resources. *Strategic Management Journal*, 13, 135–144. DOI: 10.1002/smj.4250130205.
- Hannington, T. (2016). *How to Measure and Manage Your Corporate Reputation*. London: Routledge.
- Helm, S. (2007). The Role of Corporate Reputation in Determining Investor Satisfaction and Loyalty. *Corporate Reputation Review*, 10 (1), 22–37. DOI: 10.1057/palgrave.crr.1550036.

- Jaki, A. (2008). *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*. Kraków: Oficyna Wolters Kluwer.
- Janis, I.L., Fadner, R.H. (1943). A Coefficient of Imbalance for Content Analysis. *Psychometrika*, 8 (2), 105–119. DOI: 10.1007/BF02288695.
- Janis, I.L., Fadner, R.H. (1965). The Coefficient of Imbalance. W: H.D. Lasswell, N. Leites and associates (red.), *Language of Politics: Studies in Quantitative Semantics* (s. 153–169). Cambridge, MA: MIT Press.
- Kanto, D.S., de Run, E.C., bin Md Isa, A.H. (2016). The Reputation Quotient as a Corporate Reputation Measurement in the Malaysian Banking Industry: A Confirmatory Factor Analysis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 409–415. DOI: 10.1016/j.sbspro.2016.05.062.
- Management Today. Pobrane z: <http://www.managementtoday.co.uk/bmac-2016/12-measures> (15.01.2017).
- Nawrocki, T.L., Szwajca D. (2017). The Concept of Corporate Reputation Assessment Model – The Stock Market Investors Perspective. W: A. Kavoura, D.P. Sakas, P. Tomaras (red.), *Strategic Innovative Marketing, Part of the series Springer Proceedings in Business and Economics* (s. 165–171). Mykonos: Springer.
- Nofsinger, J.R. (2016). *Psychology of Investing*. Wyd. 5. New York: Routledge.
- Pęksyk, M. (2014). W poszukiwaniu wartości reputacji. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 804. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 67, 517–528.
- Pharoah, A. (2003). Corporate Reputation: The Boardroom, Challenge. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 3 (4), 46–51, DOI: 10.1108/14720700310497113.
- Reputation Dividend. Pobrane z: <http://www.reputationdividend.com/> (15.01.2017).
- Roa, H. (1994). The Social Construction of Reputation: Certification Contests, Legitimation, and the Survival of Organizations in the American Automobile Industry: 1895–1912. *Strategic Management Journal*, 15 (S1), 29–44. DOI: 10.1002/smj.4250150904.
- Rose, C., Thomsen, S. (2004). The Impact of Corporate Reputation on Performance. *European Management Journal*, 22 (2), 201–210. DOI:10.1016/j.emj.2004.01.012.
- Rossiter, J.R. (2002). The C-OAR-SE Procedure for Scale Development in Marketing. *International Journal of Research in Marketing*, 19, 305–335. DOI: 10.1016/S0167-8116(02)00097-6.
- Saha, A. (2005). *Reputation Index: Societal Barometer and Financial Instrument*. Covalence Analyst Papers. Pobrane z: http://www.ethicalquote.com/docs/CorrelationsSeries_4.pdf (15.01.2017).
- Schwaiger, M. (2004). Components and Parameters of Corporate Reputation – an Empirical Study. *Schmalenbach Business Review*, 56, 46–71.

- Smith, K.T., Smith, M., Wang, K. (2010). Does Corporate Reputation Translate into Higher Market Value? *Journal of Strategic Management*, 18 (3), 201–221.
- The 2016 UK Reputation Dividend Report (2016). *Reputation Dividend*. Pobrane z: http://www.reputationdividend.com/files/7814/5441/0391/UK_2016_Reputation_Dividend_report.pdf (15.01.2017).
- Vergin, R.C., Qoronfleh, M.W. (1998). Corporate Reputation and the Stock Market. *Business Horizons*, 4 (1), 19–26. DOI: 10.1016/S0007-6813(98)90060-X.
- Walker, K. (2010). A Systematic Review of the Corporate Reputation Literature: Definition, Measurement, and Theory. *Corporate Reputation Review*, 12 (4), 357–387. DOI: 10.1057/crr.2009.26.
- Wartick, S.L. (1992). The Relationship between Intense Media Exposure and Change in Corporate Reputation. *Business and Society Spring*, 31, 33–49. DOI:10.1177/000765039203100104.

MEASUREMENT OF CORPORATE REPUTATION AS PERCEIVED BY INVESTORS

Abstract

The article tackles the subject of corporate reputation as a variable affecting investor's decision-making process. The aim of this article is to determine possibilities to measure corporate reputation as defined above. On the basis of literature analyses, current methods of measurement were identified. Then we analysed possibilities of their applications and their suitability to determine the level of corporate reputation held by investors. The study shows that investors do not always behave according to the theories of finance and theories based on psychology. Therefore, in the context of research into the factors shaping actual decisions of investors, issues of practical measurement of corporate reputation may be particularly important.

Keywords: corporate reputation, investment decisions

JEL codes: M14, G02, G11