

Wykorzystanie internetu w kształtowaniu relacji inwestorskich



Maria Aluchna

Niniejszy artykuł przybliży możliwości wykorzystania internetu do kształtowania relacji inwestorskich, których rozwój, odnotowany w ostatnim czasie, został zestawiony ze zmianami obserwowanymi na rynku kapitałowym, w szczególności w obszarze nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*). Znaczenie relacji inwestorskich odniesiono także do wymogów obowiązujących w Polsce i pokrótce zilustrowano praktykami spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W pierwszej części artykułu omówiono relacje inwestorskie, wskazując ich funkcje i zadania oraz miejsce w systemie *corporate governance*. Możliwości wykorzystania internetu do kształtowania relacji inwestorskich w celu poprawy przejrzystości funkcjonowania spółek giełdowych oraz zwiększania aktywności akcjonariuszy i wykonywania przez nich prawa głosu z posiadanych akcji przedstawiono w części drugiej. W części trzeciej opisano praktyki wybranych polskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w zakresie wykorzystania stron internetowych w budowaniu relacji inwestorskich.

Rozwój nowych technologii oraz budowa społeczeństwa informacyjnego wywierają znaczący wpływ na przedsiębiorstwa w wielu różnych wymiarach ich funkcjonowania. Nowe technologie rewolucjonizują proces produkcji i sprzedaży, reklamy i marketingu, finansowania i szeroko pojętej komunikacji przedsiębiorstwa z różnymi grupami interesariuszy. Jednym z obszarów funkcjonowania spółki, który uległ znaczącym przemianom w ostatnich latach, są relacje inwestorskie. Rozwój tych relacji związany jest jednak nie tylko z nowymi możliwościami komunikowania się spółek z wieloma uczestnikami rynku, w tym rozbudową stron internetowych i rozwojem technologii transmisji walnych zgromadzeń. Jest on także pochodną wyższych standardów przejrzystości, presji ze strony globalnych inwestorów chcących łatwo porównywać spółki z różnych rynków kapita-

łowych oraz pokryzysową reakcją spółek giełdowych i regulatorów.

Relacje inwestorskie

Definicja relacji inwestorskich

Relacje inwestorskie (RI) są różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Najczęściej jednak rozumie się je jako systematyczną komunikację między spółką a społecznością rynku finansowego mającą na celu dostarczenie informacji, na podstawie której można dokonać oceny funkcjonowania spółki¹. Relacje te obejmują różne metody komunikacji między spółką giełdową a inwestorami i jej środowiskiem opinio-twórczym (analitycy giełdowi, maklerzy, dziennikarze prasy fachowej, doradcy finansowi). W wąskim ujęciu pod pojęciem relacji inwestorskich rozumie się tylko ujawnianie określonych informacji, często wynikające z prawnie uregulowanych obowiązków informacyjnych². Przekazywane informacje dotyczą głównie danych charakteryzujących spółkę, planów działania, podejmowanych projektów, podpisywanych umów i wyników finansowych. W szerszym ujęciu relacje inwestorskie odnoszą się także do innych działań podejmowanych przez spółkę na rzecz poprawy komunikacji z rynkiem i jego uczestnikami. Niektórzy autorzy podkreślają także funkcje marketingowe relacji inwestorskich i ich nastawienie na pozyskanie chętnych do nabycia akcji spółki. Działania w zakresie relacji inwestorskich podejmowane są w trzech głównych obszarach – prawnym, finansowo-ekonomicznym i komunikacyjnym³.

Ze względu na koncentrację relacji inwestorskich na komunikowaniu konkretnych treści w literaturze przedmiotu są one często odnoszone do działań z zakresu *public relations*. Tabela 1 przedstawia różnice między relacjami inwestorskimi a *public relations*.

¹ C. Marston, *The organisation of the investor relations functioning by large UK quoted companies*, „Omega” 1996, t. 14, s. 477–488.

² D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2011, s. 17; D. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008, s. 2–4.

³ D. Dziawgo, dz.cyt., s. 21.; D. Dziawgo, *Investor relations and importance in the global financial market*, „Quarterly Journal of Economics and Economic Policy” 2012, t. 7, nr 2, s. 59–76.

Tabela 1. Relacje inwestorskie a public relations

Wyznaczniki	Public relations	Relacje inwestorskie
Główne cele	Kształtowanie wizerunku, relacji i warunków funkcjonowania dla rozwoju organizacji	Informowanie inwestorów o działalności spółki, obniżenie kosztu kapitału, osiągnięcie pełnej wyceny
Metoda	Komunikacja organizacji z otoczeniem	Komunikacja spółki giełdowej z inwestorami
Grupy docelowe	Społeczności lokalne, klienci, konkurenci, dostawcy, pracownicy, ZZ, władze państwowe, dziennikarze, NGOs	Akcjonariusze i inwestorzy, inwestorskie środowisko opiniotwórcze (analitycy i dziennikarze)
Główne techniki komunikowania	Współpraca z prasą, telewizją, radiem, wystąpienia publiczne	Raporty okresowe i bieżące, WZA i inne spotkania, strony internetowe, poczta elektroniczna, komunikaty do prasy
Kluczowa umiejętność	Komunikowanie	Specjalistyczna biznesowa (gł. finansowa)
Praktyczny wpływ na strategię spółki	Średni	Duży

Źródło: D. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008, s. 9

Jak przedstawiono w tabeli 1, relacje inwestorskie znacząco różnią się od *public relations*. PR polega na komunikowaniu się organizacji z otoczeniem w celu kształtowania jej wizerunku, relacji oraz warunków funkcjonowania i rozwoju. Relacje inwestorskie natomiast obejmują komunikowanie się z węższą grupą inwestorów, którzy zainteresowani są uzyskaniem konkretnych, specjalistycznych informacji dotyczących wyników, planów i funkcjonowania spółki. Do działań w zakresie RI zalicza się przede wszystkim⁴:

- przygotowywanie i publikowanie danych oraz informacji określonych w obowiązkach informacyjnych (regulaminy i dokumenty korporacyjne, raporty okresowe i bieżące),
- prowadzenie spotkań z inwestorami (*road shows*),
- przygotowywanie i publikowanie analiz, prezentacji i innych materiałów dostarczających informacji o kondycji finansowej, strategii funkcjonowania czy sposobach zarządzania i nadzoru korporacyjnego (np. struktura własności, skład rady, polityka wynagradzania najwyższej kadry menedżerskiej),
- przygotowywanie publikacji prasowych oraz w fachowych portalach i na korporacyjnej stronie relacji inwestorskich,
- prowadzenie komunikacji dwustronnej.

W literaturze przedmiotu wyraźnie wskazuje się funkcje i zadania przypisywane relacjom inwestorskim⁵. Główną motywacją kształtowania komunikacji

z inwestorami oraz innymi uczestnikami rynku kapitałowego jest ograniczanie asymetrii informacyjnej, która nieodłącznie wiąże się z obecnością spółki na giełdzie⁶. Ze względu na rosnące znaczenie rozdzielania własności od kontroli oraz – częste w przypadku gospodarek anglosaskich i największych spółek w pozostałych krajach – rozproszenie akcjonariuszy faktyczna władza nad spółką spoczywa w rękach zarządzających i to na informacjach udzielanych przez nich muszą opierać się inwestorzy. Kształtowanie relacji inwestorskich ma znaczący wpływ na strategię spółki oraz pozytywnie oddziałuje na jej wycenę. Jak pokazują badania prowadzone na spółkach amerykańskich, komunikacja z inwestorami pomaga spółce giełdowej zwiększyć zaufanie uczestników rynku kapitałowego (i w efekcie pozyskać więcej funduszy w przyszłości), zbudować dobre relacje na rynku, obniżyć koszt kapitału, ustabilizować kurs akcji oraz zwiększyć wycenę spółki i płynność jej akcji⁷. Aktywne programy RI i większa przejrzystość ograniczają asymetrię informacyjną, sprzyjają zainteresowaniu spółką ze strony mediów i w konsekwencji inwestorów⁸ oraz zwiększają udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności⁹. Większa przejrzystość wynikająca z umiejętnie kształtowanych relacji z inwestorami sprzyja lepszemu monitoringowi spółki i ogranicza także tendencję zarządzających do manipulowania wynikami finansowymi¹⁰. W efekcie umiejętnie prowadzone relacje inwestorskie stwarzają spółce możliwość dostępu do globalnego rynku ka-

⁴ S. Bragg, *The investor relations guidebook*, Accounting Tools, Cennennial, 2012, s. 31–45.

⁵ Por. Tamże, s. 10–22.

⁶ M. Chang, G. D'Anna, I. Watson, M. Wee, *Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?*, „Australian Journal of Management” 2008, t. 33, nr 2, s. 375–390.

⁷ V. Agrawal, A. Bellotti, E. Nash, R. Taffler, *Does investor relations add value?*, <http://ssrn.com/abstract=1695934>, [23.09.2013].

⁸ B. Bushee, G. Miller, *Investor relations, firm visibility and investor following*, „The Accounting Review” 2012, t. 87, nr 3, s. 867–897.

⁹ M. Chang, G. D'Anna, I. Watson, M. Wee, dz.cyt.

¹⁰ G. Lobo, J. Zhou, *Disclosure quality and earnings management*, „Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics” 2001, t. 8, nr 1, s. 1–20.

pitałowego. Ponadto, relacje inwestorskie często są narzędziem wypełniania obowiązków informacyjnych i można je traktować jako działanie mające na celu uniknięcie kar¹¹.

Relacje inwestorskie jako element *corporate governance*

Relacje inwestorskie są postrzegane jako narzędzie komunikacji z uczestnikami rynku kapitałowego służące budowaniu zainteresowania inwestorów spółką oraz wspierające zwiększanie wartości spółki dla akcjonariuszy¹². Warto jednak zauważyć, iż stanowią one element większego systemu, znanego pod pojęciem *corporate governance* (ład korporacyjny)¹³. *Corporate governance* rozwinął się wraz z ewolucją rynku kapitałowego, ze wzrostem skali działania przedsiębiorstw oraz narastaniem procesu oddzielania własności od kontroli (czyli finansowania od zarządzania)¹⁴. *Corporate governance* określa system nadzoru nad spółką giełdową, na który składa się zestaw mechanizmów kontrolnych i motywacyjnych, które obejmują hierarchie organizacyjne, jak i rynki, instytucje, przepisy prawne i praktykę gospodarczą¹⁵. Relacje inwestorskie wpisują się w politykę przejrzystości, co zwiększa możliwości monitoringu spółek i zmusza je do zwiększonych wysiłków w zakresie raportowania według określonych standardów.

Dynamiczny rozwój relacji inwestorskich odnotowany w ciągu ostatnich 15 lat jest wynikiem wielu zmian, jakie wdrożono w obszarze *corporate governance*. Przede wszystkim procesy globalizacji i internacjonalizacji rynku kapitałowego doprowadziły do zwiększonej mobilności kapitału i unifikacji standardów raportowania, przyniosły większe możliwości porównywania wyników spółek na poszczególnych rynkach. Nie tylko spółki są zatem zainteresowane przyciąganiem kapitału, ale także inwestorzy oczekują większej harmonizacji standardów komunikacji ze spółką. Relacje inwestorskie tradycyjnie najlepiej rozwinięte były w krajach anglosaskich, które cechuje duże znaczenie rynku kapitałowego w gospodarce i których systemy *corporate governance* opierają się na giełdzie¹⁶. Z tych krajów wywodzą się także znaczący inwestorzy instytucjonalni, którzy dzięki alokacji ogromnych środków przyczyniają się do transferu standardów relacji inwestorskich i *corporate governance* do innych regionów. W efekcie, wiele krajów

w Europie kontynentalnej oraz Azji dąży do przyswojenia dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego i przejrzystości, traktując kraje anglosaskie jako wzór do naśladowania¹⁷. Ponadto, fale kolejnych kryzysów związanych z dostarczaniem na rynek nierzetelnych informacji dla inwestorów, w szczególności załamanie na rynku po skandalach zapoczątkowanych upadkiem spółki Enron, wymogły na regulatorach i spółkach zwiększenie przejrzystości i jakości dostarczanych danych¹⁸ (wyniki skonsolidowane, standardy rachunkowości, transakcje z podmiotami powiązanymi). Także kryzys finansowy z lat 2008–2009 ujawnił pewne luki w polityce przejrzystości i spowodował wprowadzenie dodatkowych wymogów dotyczących zakresu ujawnianych informacji (polityka wynagrodzenia najwyższej kadry menedżerskiej, sprawozdania z funkcjonowania rady, wykonywanie praw akcjonariuszy). Wszystkie te zabiegi poszerzają dostęp do informacji publicznej (czyli tej otwartej dla wszystkich uczestników rynku) i oznaczają ściślejszy monitoring spółki w porównaniu do systemu opartego na informacji prywatnej (czyli tej dostępnej wyłącznie dla wybranych grup interesu, np. akcjonariuszy)¹⁹. Tradycyjnie systemy anglosaskie (zwane także otwartymi, opartymi na mechanizmach rynkowych lub udziale inwestorów zewnętrznych) bazują właśnie na informacji publicznej, podczas gdy wcześniej w pozostałych krajach (modele oparte na hierarchiach/systemach bankowych) obserwowano większy dostęp akcjonariuszy do informacji, kosztem inwestorów.

Wykorzystanie internetu w relacjach inwestorskich

Współczesny rynek kapitałowy a nowe technologie

Funkcjonowanie współczesnego rynku kapitałowego jest mocno wpisane w zyskujące na znaczeniu nowe technologie, które wywierają ogromny wpływ zarówno na postępowanie inwestorów i ich strategię inwestycyjną, jak też na spółki oraz ich politykę informacyjną. Inwestowanie na giełdzie opiera się obecnie na takich zasadach jak szybkość, agresywne poszukiwanie wzrostu, złożoność modeli obliczających zyskowność strategii inwestycyjnych. Warto także zauważyć, iż na współczesnym rynku kapitałowym obserwuje się następujące zjawiska²⁰:

¹¹ D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie*, dz.cyt., s. 35.

¹² S. Bragg, dz.cyt., s. 13–15.

¹³ B. Tricker, *Corporate governance. Principles, policies and practices*, Oxford University Press, Oksford 2011, s. 254–256.

¹⁴ H. Baker, R. Anderson, *An overview of corporate governance*, [w:] H. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons, 2010, s. 3–8.

¹⁵ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, CH Beck, Warszawa 2010, s. 3–12.

¹⁶ D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie*, dz.cyt., s. 128–133.

¹⁷ Ch.A. Mallin, *Corporate governance*, Oxford University Press, 2004.

¹⁸ S. Bainbridge, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford University Press, 2013, s. 3–15.

¹⁹ K. Pistor, *Law as a determinant for equity market development. The experience of transition economies*, [w:] P. Murrell (red.), *Assessing the Value of Law in Transition Economics*, University of Michigan Press, Ann Arbor 2001, s. 249–287.

²⁰ Zob. więcej: M. Aluchna, *Ład korporacyjny w kontekście zmian na rynku kapitałowym*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 349–366.

- Rosnąca popularność krótkoterminowej orientacji akcjonariuszy, nastawionych na realizację szybkiego zysku²¹ szczególnie w przypadku dużej zmienności rynku²². Agresywne strategie poszukiwania zysku są często stosowane przez fundusze hedgingowe²³.
- Stosowanie automatycznych strategii inwestycyjnych opartych na złożonych algorytmach uwzględniających wybrane kryteria i cechy opisujące poszczególne spółki²⁴. Strategie automatyczne eliminują czynnik psychologiczny w inwestowaniu i zapewniają realizację założonych warunków, działając 24 godziny na dobę, przy błyskawicznej reakcji na zdarzenia rynkowe, oraz uwalniają akcjonariuszy od konieczności ciągłego śledzenia rynku i ręcznego dokonywania transakcji. Przy wykorzystaniu strategii inwestowania za pomocą algorytmów²⁵ stosuje się technologie komputerowe²⁶, które oznaczają wiele automatyzmów w podejmowanych przez inwestorów decyzjach²⁷.
- Nowy sposób obrotu akcjami spółek, zmierzający do zapewniania zwrotów z inwestycji, tzw. *speed trading* lub *high frequency trading* (HFT), który stanowi system obracania akcjami w milisekundach, co możliwe jest przy zastosowaniu nowoczesnych technologii informatycznych²⁸. Systemy komputerowe oraz automatyczne algorytmy HFT wykorzystują powolne działanie systemów transakcyjnych do wykonywania arbitraży²⁹ i zapewniają wyprzedzanie innych inwestorów³⁰.

Relacje inwestorskie a internet

Współczesne relacje inwestorskie, tak jak rzeczywistość rynku kapitałowego, są silnie kształtowane przez wpływ internetu i nowych technologii. Przede wszystkim dla utrzymania wysokich standardów przejrzystości spółek giełdowych, które są wpisane w prawnie obowiązujące wymogi informacyjne oraz dobrowolnie stosowane dobre praktyki nadzoru korporacyjnego, rekomenduje się prowadzenie aktywnej strony relacji inwestorskich. Budowanie strony relacji inwestorskich stało się najpowszechniejszą metodą dotarcia z informacjami o spółce do szerokiej rzeszy inwestorów oraz innych uczestników rynku kapitałowego³¹. Układ strony często jest rekomendowany przez dokumenty dobrych praktyk, w których przedstawia się także jej sugerowaną zawartość. Na stronie relacji inwestorskich spółka powinna publikować dokumenty korporacyjne (status, regulaminy rady, zarządu i WZA, informacje o polityce wynagradzania najwyższej kadry menedżerskiej), raporty bieżące i okresowe, wyniki głosowań, podstawowe dane o spółce (np. historia, struktura własności), raport z samooceny rady, raport o stosowaniu dobrych praktyk. Ponadto często na stronach relacji inwestorskich znaleźć można prezentacje okresowe po ogłoszeniu wyników, relacje ze spotkań czy prezentacji wyników (*webcasty*), listę analityków wyceniających akcje spółki wraz z aktualną ich rekomendacją i adresem kontaktowym, newslettery, kodeks etyki czy dokument określający zasady polityki antydyskryminacyjnej. Polityka informacyjna spółek rozwijana jest zgodnie

²¹ E. Pérez Carrillo, *Corporate governance: shareholders' interests' and other stakeholders' interests*, „Corporate Ownership and Control” 2007, t. 4, nr 4, s. 96–102.

²² D. Katz, *Volatility benefits short-term shareholders*, „CFO”, lipiec 2011, http://www.cfo.com/article.cfm/14591163/c_1459113, [10.12.2013].

²³ S. Mallaby, *More money than God. Hedge funds and the making of a new elite*, Bloomsbury, Londyn 2010; R. Orol, *Extreme value hedging*, John Wiley & Sons, Londyn 2008; K. Philips, R. Surz, *Hedge funds. Definitive strategies and techniques*, John Wiley & Sons, Londyn 2003.

²⁴ S. Patterson, *The quants. The maths geniuses who brought down Wall Street*, Random House Books, Londyn 2010.

²⁵ Podsumowanie portfela, rozmowa Roberta Stanilewicza z Pawłem Wróblem z Analizy Online, TVNCNBC, http://www.tvncbc.pl/11136371,0,0,10,1,podsumowanie-portfela,tvn_cbbc.html, [23.09.2013].

²⁶ K. Seidel, *Ein Händler geht auf neuen Kurs*, „Welt Am Sonntag”, 22.05.2011, s. 47.

²⁷ Choć technika ta ma wielu zwolenników, jednak zwraca się uwagę na nadmierny automatyzm podejmowania decyzji. Przykładem może być pomyłka maklera na Wall Street w 2010 roku, który wystawił na sprzedaż po niskiej cenie większy pakiet akcji niż zamierzał. Wielkość zlecenia, które wpłynęło na obniżenie indeksów, automatycznie uruchomiła łańcuch reakcji zleceń typu *stop-loss*. Za: M. Samcik, *Chwile grozy na Wall Street*, czyli jak komputery przejęły władzę nad giełdą, „Gazeta Wyborcza”, 09.05.2010, http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,7858837,Chwile_grozy_na_Wall_Street_czyli_jak_komputery_przejely.html?pelna=tak, [23.09.2013]. W miarę składania kolejnych zleceń *stop-loss* dramatycznie obniżały się poziomy indeksów giełdowych, co zwiększało liczbę kolejnych automatycznych zleceń sprzedaży. Dopiero po kilkunastu minutach, gdy zarząd giełdy zorientował się, że fala zleceń sprzedaży nie wynika z negatywnej reakcji inwestorów, zdecydowano się na anulowanie niektórych automatycznych zleceń.

²⁸ E. Perez, *Speed traders: An insider's look at the new high-frequency trading phenomenon that is transforming the investing word*, McGraw-Hill Education, Londyn 2011.

²⁹ F. Kowalik, *Rynkowa cyklofrenia*, „Forbes” 2011, nr 10, s. 49.

³⁰ Według szacunków firmy umożliwiające *speed trading* odpowiadają za około 60 proc. obrotów na NYSE. Choć HFT uznawane jest za innowacyjną metodę poszukiwania wartości, budzi wiele kontrowersji, gdyż zwiększa płynność, ale i chwiejność rynku. Przykładem było doprowadzenie 6 maja 2010 roku do *Flash Crash*, kiedy Dow Jones spadł na chwilę o 9 proc., oraz do dramatycznego spadku indeksu S&P 8 sierpnia 2010 roku o 6,5 procent. Podczas gdy rynek kapitałowy stracił na wycenie około 850 mld dolarów, zdaniem „Wall Street Journal” inwestorzy z HFT zarobili 65 mln dolarów. Za F. Kowalik, *Rynkowa cyklofrenia*, „Forbes”, nr 10, s. 49.

³¹ A. Ali, M. McGrath, *The mediating role of attitudes in using investor relations websites*, „International Journal of Business and Social Science”, t. 2, nr 1, s. 180–190.

Wykorzystanie internetu w kształtowaniu relacji...

ze światowymi standardami raportowania według *Extensive Business Reporting Language*. Spółki oferują także wideokonferencje, newsletter informujący o nowych wydarzeniach w spółce, tworzą listy mailingowe i umożliwiają inwestorom zadawanie pytań. Wreszcie, nowe technologie są wykorzystywane w tworzonych portalach i systemach informacji dla inwestorów, platformach dostarczających bieżących komunikatów i danych o spółkach. Rozbudowane strony internetowe relacji inwestorskich poza podstawowymi elementami zawierają także wiele materiałów wideo oraz oferują dostęp do kanału RSS. Spółki mogą także umieścić na nich rozbudowaną zakładkę mediów społecznościowych czy zapewnić dostęp do wersji mobilnej serwisu RI. Przegląd instrumentów relacji inwestorskich w zależności od adresatów przekazu przedstawia tabela 2.

Warto także wspomnieć o wykorzystaniu nowych technologii w celu zwiększania wykonywania praw głosów przez akcjonariuszy, co jest obecnie najczęściej spotykanym postulatem zawartym nie tylko w dokumentach dobrych praktyk, ale również w prawie (*Dodd-Frank Act*). Coraz więcej spółek decyduje się na wykorzystywanie procedur *e-votingu*, umożliwiających głosowanie nad uchwałami WZA drogą elektroniczną. Bardziej zaawansowane technologie pozwalają na prowadzenie całych walnych zgromadzeń przez internet i na udział akcjonariuszy w czasie rzeczywistym w dyskusji i głosowaniu³². Choć dotychczas przeprowadzane (bardzo skąpe) badania nad wpływem stosowania *e-votingu* na zwiększenie aktywności akcjonariuszy nie

wykazują dużego znaczenia tych rozwiązań, z punktu widzenia relacji inwestorskich jest to niewątpliwie znaczący postęp w komunikacji prowadzonej przez spółkę. Omawiając znaczenie nowych technologii i wykorzystania internetu dla kształtowania relacji inwestorskich, warto wspomnieć o możliwościach związanych z wykorzystaniem mediów społecznościowych oraz o powstawaniu wielu specjalistycznych portali internetowych, a także baz i stron giełdowych, które zawierają zbiorcze dane o spółkach publikowane w raportach okresowych i bieżących³³. Tego typu inicjatywy niewątpliwie ułatwiają dostęp do informacji o spółkach i sprzyjają szybkiej analizie danych.

Analizy praktyk zwracają także uwagę na siedem głównych cech efektywnych relacji inwestorskich³⁴:

- przejrzystość i otwartość prowadzonej polityki informacyjnej,
- wiarygodność przejawiającą się w jakości i rzetelności dostarczanych informacji,
- spójność publikowanych informacji,
- terminowość przekazywania raportów,
- interaktywność umożliwiającą dialog z inwestorami i zapewniającą spółce możliwość wysłuchania ich oczekiwań,
- zgodność z przepisami,
- powiązanie z działalnością spółki i innymi departamentami oraz strategią.

Wymienione powyżej zasady mają zapewnić, że działania z zakresu RI będą budowały więzi z akcjonariuszami i były oparte na rzetelnych, dostosowanych do oczekiwań rynku kapitałowego informacjach³⁵.

Tabela 2. Instrumenty relacji inwestorskich w zależności od adresatów przekazu

Analitycy oraz akcjonariusze instytucjonalni	Akcjonariusze indywidualni	Media
<ul style="list-style-type: none">• road shows• spotkania otwarte po publikacji wyników• spotkania z okazji ważniejszych zmian w spółce• konferencje internetowe• raporty roczne i prospekty emisyjne• raporty finansowe• strona internetowa i listy mailingowe	<ul style="list-style-type: none">• komunikacja poprzez maklerów (wpływ na nich)• raporty analityków• obecność w mediach• road shows• strona internetowa i listy mailingowe	<ul style="list-style-type: none">• wywiady• materiały prasowe wysyłane do dziennikarzy• zestawy informacyjne wręczane podczas spotkań (dotyczy wszystkich adresatów)• dystrybucja wiadomości do serwisów internetowych przy współudziale analityków, inwestorów i mediów• telekonferencje i konferencje prasowe• strona internetowa i listy mailingowe

Źródło: P. Usarkiewicz, *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania” 2003, nr 1, s. 120

³² E. Boros, *Virtual shareholder meetings: Who decides how companies make decisions?*, „Melbourne University Law Review”, t. 28, nr 2, s. 265–289.

³³ M. Aluchna, *Spółeczności inwestorów w internecie*, [w:] M. Pindelski (red.), *Tworzenie przewag konkurencyjnych z wykorzystaniem społeczności sieciowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 49–69.

³⁴ *Siedem cech efektywnego IR*, Gazeta Giełdy Parkiet, 2005, <http://www.parkiet.com/artukul/411072.html?print=tak&p=0>, [14.10.2013].

³⁵ A. Klejne, *Relacje inwestorskie (investor relations) kluczem do sukcesu spółki?*, http://forsal.pl/artykuly/426857,relacje_inwestorskie_investor_relations_kluczem_do_sukcesu_spolki.html, [14.10.2013].

Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na GPW w Warszawie

Ramy regulacyjne relacji inwestorskich w Polsce

Rozwój relacji inwestorskich w Polsce związany jest z dynamicznym rozwojem rynku kapitałowego oraz popularyzacją dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. Rozwojowi rynku kapitałowego towarzyszyło wdrażanie kolejnych regulacji związanych ze standardami przejrzystości oraz obowiązków informacyjnych. Warto zauważyć, iż ramy regulacyjne mają kluczowe znaczenie dla rozwoju relacji inwestorskich, gdyż formułują standardy polityki informacyjnej prowadzonej przez spółki w odniesieniu zarówno do zakresu publikowanych informacji, jak i sposobu ich dostarczania na rynek³⁶. Do najważniejszych regulacji zaliczyć należy:

- Kodeks spółek handlowych wraz z kolejnymi nowelizacjami,
- Ustawę z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi („ustawę o obrocie”),
- Ustawę z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumen-

tów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz spółkach publicznych („ustawę o ofercie i spółkach”),

- Ustawę z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym („ustawę o nadzorze”),
- Ustawę z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości,
- Ustawę z dnia 22 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym.

Ponadto, rozwój relacji inwestorskich w Polsce jest niewątpliwie związany z harmonizacją prawa Unii Europejskiej, której ważnym elementem jest kształtowanie przejrzystości wśród spółek giełdowych oraz budowanie ram raportowania. W efekcie polityka informacyjna polskich spółek giełdowych jest osadzona w rozporządzeniach ministerialnych³⁷, regulacjach prawnych obowiązujących w Unii Europejskiej³⁸ oraz rozporządzeniach Komisji Europejskiej³⁹. Zmiany w tym obszarze są analizowane i wdrażane na bieżąco w ramach programu *Moderni-*

³⁶ Por. *Perspektywy polskiego IR w 2013 r.*, Portal Relacje Inwestorskie, <http://www.relacjeinwestorskie.org.pl/index.php/case-studies/237-perspektywy-polskiego-ir-w-2013-r>; G. Surma, *Relacje inwestorskie – młodszy brat PR?*, *polskiprzemysl.com.pl/relacje-inwestorskie/relacje-inwestorskie-mlodszy-brat-pr-2/*, [10.12.2013].

³⁷ Są to następujące rozporządzenia:

- Rozporządzenie Ministra Finansów z 19.02.2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwowego niebędącego państwem członkowskim – Dz.U. z 2009 roku Nr 33 poz. 259, ze zm.,
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 18.10. 2005 roku w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych wymaganych w prospekcie dla emitentów z siedzibą w RP, dla których właściwe są polskie standardy rachunkowości – Dz.U. z 2005 r. Nr 209 poz. 1743, ze zm.,
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 13.04.2006 roku w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszyć słuszny interes emitenta oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnieniem przekazywania do publicznej wiadomości informacji poufnych – Dz.U. z 2006 r. Nr 67 poz. 476,
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 15.11.2005 roku w sprawie przekazywania i udostępniania informacji o niektórych transakcjach instrumentami finansowymi oraz zasad sporządzania i prowadzenia listy osób posiadających dostęp do określonych informacji – Dz.U. z 2005 r. Nr 229 poz. 1950,
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 13.02.2006 roku w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez KPWiG („ESPI”) – Dz.U. z 2006 Nr 25 poz. 188.

³⁸ Są to następujące dokumenty:

- Rozporządzenie Komisji Europejskiej (2002) w sprawie prowadzenia sprawozdawczości finansowej według międzynarodowych standardów rachunkowości (MSR),
- Dyrektywa w sprawie harmonizacji wymogów przygotowywania prospektów emisyjnych (2003),
- Dyrektywa w sprawie przejrzystości (2004),
- Plan działania Modernizacja prawa spółek i wzmocnienie Ładu Korporacyjnego UE,
- Dwie rekomendacje Komisji Europejskiej dotyczące wynagrodzenia członków rad i zarządów oraz pozycji i roli niezależnych członków rady (2005),
- Dyrektywa w sprawie wykonywania praw akcjonariuszy (2007) regulująca standardy udziału akcjonariuszy w WZA, w tym głosowania na odległość, oraz zakres otrzymywanych przez nich materiałów.

³⁹ Są to następujące rozporządzenia:

- Nr 809/04 z dnia 29.04.2004 roku w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, odnośnie informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym,
- Nr 1787/2006 z dnia 4.12.2006 roku zmieniające rozporządzenie (WE) nr 809/2004 wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam,
- Nr 211/07 z dnia 27.02.2007 roku w sprawie informacji emitentów o złożonej historii finansowej lub tych, którzy poczynili znaczące zobowiązania – Dz.U. UE z 28.02.2007,
- Nr 1606/02 z dnia 19.07.2002 roku w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości.

sation of Company Law and Enhancement of Corporate Governance” (2012)⁴⁰.

Dyskusja nad rozwojem relacji inwestorskich w Polsce wymaga odniesienia się także do dokumentu *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*. Choć wcześniejsze wersje publikacji dotyczących dobrych praktyk *corporate governance* z 2002 i 2004 roku nie formułowały zaleceń odnośnie polityki przejrzystości, to dokument wdrożony w 2008 roku zawierał już konkretne wytyczne. I tak, zgodnie z zapisami z części *Rekomendacje* spółka powinna prowadzić przejrzystą i efektywną politykę informacyjną, zarówno z wykorzystaniem tradycyjnych metod, jak i z użyciem nowoczesnych technologii oraz najnowszych narzędzi komunikacji zapewniających szybkość, bezpieczeństwo oraz efektywny dostęp do informacji⁴¹. W zakresie polityki informacyjnej i relacji inwestorskich część *Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych* odnosi się przede wszystkim do prowadzenia strony internetowej w języku polskim i angielskim, na której zamieszczane są między innymi:

- podstawowe dokumenty korporacyjne, w tym statut i regulaminy organów spółki,
- życiorysy zawodowe członków organów spółki,
- raporty bieżące i okresowe,
- tam, gdzie ma to zastosowanie, uzasadnienia kandydatur zgłaszanych do zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi,
- roczne sprawozdania z działalności rady nadzorczej, z uwzględnieniem pracy jej komitetów, wraz z przekazaną przez radę nadzorczą oceną systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki,
- pytania akcjonariuszy dotyczące spraw objętych porządkiem obrad, zadawane przed walnym zgromadzeniem i w jego trakcie, wraz z odpowiedziami na zadawane pytania,
- informacje na temat powodów odwołania zgromadzenia, zmiany terminu lub porządku obrad wraz z uzasadnieniem oraz informacje o przerwie w obradach walnego zgromadzenia i powodach jej zarządzenia,
- informacje na temat zdarzeń korporacyjnych, takich jak wypłata dywidendy, oraz innych zdarzeń skutkujących nabyciem lub ograniczeniem praw po stronie akcjonariusza, z uwzględnieniem terminów oraz zasad przeprowadzania tych operacji,

- powzięte przez zarząd, na podstawie oświadczenia członka rady nadzorczej, informacje o powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5 proc. ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki,
- w przypadku wprowadzenia w spółce programu motywacyjnego opartego na akcjach lub podobnych instrumentach – informacje na temat prognozowanych kosztów, jakie poniesie spółka w związku z jego wprowadzeniem,
- oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, zamieszczone w ostatnim opublikowanym raporcie rocznym,
- informacja o treści obowiązującej w spółce reguły dotyczącej zmieniania podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych lub informacja o braku takiej reguły.

Dodatkowo w części *Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy*⁴² rekomenduje się umożliwienie przedstawicielom mediów obecności na walnych zgromadzeniach oraz zapewnienie transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym.

Należy także zauważyć, iż wprowadzając w dokumencie dobrych praktyk kolejne zmiany (w latach 2010, 2011 i 2012), zwiększono zakres informacji, jakie zaleca się publikować spółkom giełdowym. I tak, dodano zapis o korzystaniu w jak najszerzym stopniu z nowoczesnych metod komunikacji wraz z zapisem, że spółka powinna w szczególności⁴³:

- prowadzić swoją stronę internetową, o zakresie i sposobie prezentacji wzorowanym na modelowym serwisie relacji inwestorskich, dostępnym pod adresem: <http://naszmodel.gpw.pl/>, który przedstawiono na rysunku 1;
- zapewnić odpowiednią komunikację z inwestorami i analitykami, wykorzystując w tym celu również nowoczesne metody komunikacji internetowej;
- umożliwiać transmitowanie obrad walnego zgromadzenia z wykorzystaniem internetu, rejestrować przebieg obrad i upubliczniać go na swojej stronie internetowej.

Ponadto dodano zasadę publikowania przez spółki oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, zamieszczanego w ostatnim opublikowanym raporcie rocznym, a także raportu bieżącego, jeśli spółka przestała stosować jakąś zasadę (§ 29 ust. 5 Regulaminu Giełdy)⁴⁴. Zgodnie z tymi zmianami spółka powinna także zapewnić akcjonariuszom

⁴⁰ European Commission, *Modernisation of Company Law and Enhancement of Corporate Governance*, http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/#actionplan2012, [23.09.2013].

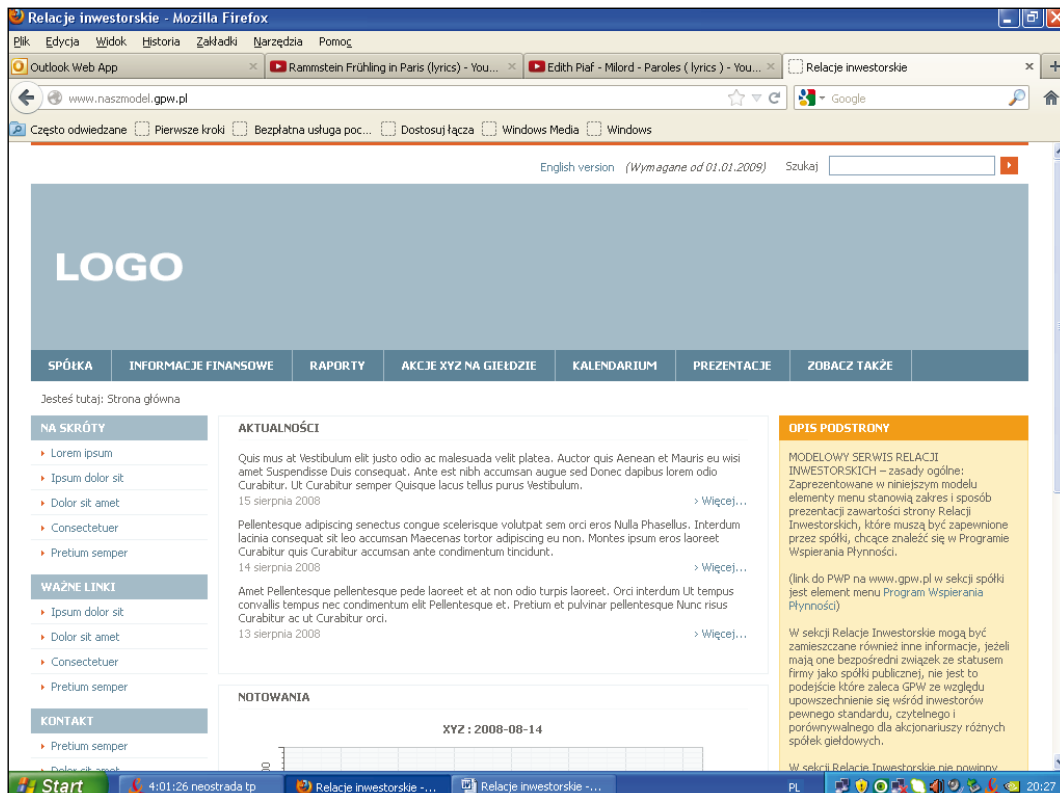
⁴¹ *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r., <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dobrepraktyki2007.pdf>, s. 1.

⁴² Tamże.

⁴³ Uchwała Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW*, http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/uch_rg_17_1249.pdf, Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 roku.

⁴⁴ Por. Regulamin Giełdy, § 29 ust. 5, http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin_gpw.pdf, [23.09.2013].

Rysunek 1. Model strony relacji inwestorskich według wzorca Nasz model Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie



Źródło: www.naszmodel.gpw.pl

możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, polegającą na⁴⁵:

- transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym,
- dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad,
- wykonywaniu osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia.

Zgodnie z zapisami z 2011 roku przejawem dbałości spółki giełdowej o należyłą jakość ładu informacyjnego jest zajmowanie przez nią, w formie komunikatu zamieszczanego na swojej stronie internetowej, stanowiska w sytuacji, gdy dotyczące spółki⁴⁶ publicznie przekazane informacje są od początku nieprawdziwe, częściowo nieprawdziwe, albo stały się takimi później, oraz gdy publicznie wygłoszone opinie są od

początku, albo w wyniku późniejszych okoliczności, nieoparte na istotnych przesłankach o obiektywnym charakterze. Kolejną zmianą wprowadzoną w 2011 roku⁴⁷ jest rekomendacja, by spółki corocznie, w czwartym kwartale udzielały informacji o udziale kobiet i mężczyzn odpowiednio w zarządzie i w radzie nadzorczej spółki w okresie ostatnich dwóch lat.

Praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie w obszarze relacji inwestorskich

Obserwacje spółek notowanych na GPW w Warszawie pozwalają stwierdzić, że na przełomie ostatnich lat następuje niewątpliwy rozwój relacji inwestorskich, co z jednej strony jest reakcją na wymogi regulacyjne, a z drugiej strony stanowi naturalny proces związany z rozbudową rynku giełdy i większą ekspozycją giełdy na rynek światowy. Jednak problematyka relacji inwestorskich, a szczególnie praktyka spółek giełdowych wciąż pozostaje słabo rozpoznana. Istniejące opracowania to raporty giełdowe ze

⁴⁵ Tamże.

⁴⁶ Uchwała Nr 15/1282/2011 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 31 sierpnia 2011 roku w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2011/uch_rg_15_1282_2011.pdf, [23.09.2013]; Załącznik do Uchwały Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 roku.

⁴⁷ Uchwała Nr 20/1287/2011 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 19 października 2011 r. w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uchwala_dobre_praktyki_19_10_2011_final.pdf; Załącznik do Uchwały Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 roku.

stosowania dobrych praktyk, raporty Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych czy raporty Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych w zakresie polityki informacyjnej oraz niewielka liczba badań naukowych. Z analiz na próbie debiutantów giełdowych wynika, iż relacje inwestorskie w Polsce cechuje dynamiczny rozwój, choć wciąż pojawia się wiele problemów⁴⁸. Wśród najważniejszych obserwacji wskazano trudny dostęp do niektórych informacji (np. skład rady nadzorczej lub skład zarządu, struktura własności), ubogą prezentację członków władz spółek (doświadczenie, wykształcenie, kwalifikacje), brak niektórych dokumentów (w szczególności dokumentów korporacyjnych), niekompletność stron w języku angielskim⁴⁹. Na podstawie raportu GPW⁵⁰ polityka informacyjna i standardy przejrzystości spółek giełdowych jawią się wciąż jako niewystarczające. Raport GPW ujawnia niską dyscyplinę raportowania niestosowania dobrych praktyk oraz główne słabości polityki informacyjnej. Do najważniejszych problemów zalicza się brak publikowania na stronie internetowej rocznego sprawozdania z działalności rady nadzorczej wraz z oceną jej pracy i oceną systemu kontroli wewnętrznej oraz systemu zarządzania ryzykiem. Spółki często także nie zamieszczają pytań akcjonariuszy dotyczących spraw objętych porządkiem obrad WZA wraz z odpowiedziami i nie informują o powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem posiadającym ponad 5 proc. udziałów.

Wyniki prowadzonych wcześniej analiz na próbie inwestorów indywidualnych wskazują, iż⁵¹:

- relacje inwestorskie są uznawane za ważne przez 78 proc. inwestorów indywidualnych, a 66 proc. z nich twierdzi, że relacje inwestorskie na co najmniej średnim poziomie mają wpływ na decyzje inwestycyjne;
- 47 proc. inwestorów indywidualnych jest skłonnych zapłacić premię za większą przejrzystość, a jej poziom waha się między 0,1 a 20 proc. ceny akcji;
- 41 proc. badanych inwestorów indywidualnych uznaje poziom relacji inwestorskich za niezadowalający, 26 proc. nie wierzy w informacje, jakie są przekazywane za pośrednictwem narzędzi budowania relacji inwestorskich;

- ponad 40 proc. ankietyowanych inwestorów indywidualnych uznaje, że jakość relacji inwestorskich pogorszyła się w okresie kryzysu.

Zgodnie z raportem *Złota strona emitenta*⁵² lepsze wyniki w zakresie jakości relacji inwestorskich uzyskują większe spółki wchodzące w skład ważnych indeksów giełdowych. W badaniu tym uwzględniono następujące kwestie:

- komunikację z inwestorem – w tym czas odpowiedzi na e-mailowe zapytania inwestorów,
- zawartość informacyjną stron internetowych,
- użyteczność serwisu.

Zbiórce wyniki z raportu przedstawiono w tabeli 3. Jak wynika z zamieszczonych w niej danych, spółki notowane na GPW w Warszawie różnią się od siebie pod względem jakości relacji inwestorskich w zakresie trzech wyróżnionych przez autorów raportu kryteriów. Spółki większe i wchodzące w skład indeksów notują średnio wyższe oceny niż pozostałe spółki, choć zróżnicowanie wyników jest mniejsze niż wielu obserwatorów się spodziewa i spada na przestrzeni kolejnych lat. Nie ulega jednak wątpliwości, iż w ostatnich latach polskie spółki giełdowe znacząco poprawiły standardy przejrzystości i jakość relacji inwestorskich, co jest częściowo pochodną regulacji i kodeksów środowiskowych, a częściowo wynika z rosnącej świadomości znaczenia komunikacji spółki z rynkiem. Zgodnie z wynikami Warsaw Scan, inicjatywy oceniającej jakość relacji inwestorskich wśród spółek z GPW w Warszawie, oraz przytaczanego powyżej raportu *Złota Strona Emitenta* za najlepszą stronę uznany został serwis PKN Orlen⁵³. Ekran z serwisu PKN Orlen przedstawiono na rysunku 2.

Wyniki przytaczanych badań nad jakością relacji inwestorskich oraz obserwacje praktyk rynkowych wskazują, iż wyższe standardy spotyka się wśród spółek większych i budzących większe zainteresowanie inwestorów oraz rynku. Można uznać, że jakość relacji inwestorskich 20–50 największych spółek (w tym wykorzystanie przez nie internetu) jest wysoka. Strony zawierają wszystkie zalecane elementy lub ich większość, prezentują raporty, wyniki finansowe i rynkowe, transmisje oraz szczegółowe informacje o spółkach. Na rysunku 3 zamieszczono ekran strony relacji inwestorskich TVN SA z zakładki *Publikacje*. Strona ta zdaniem

⁴⁸ M. Aluchna, I. Koładkiewicz, *Internet – ważne narzędzie w polityce informacyjnej spółek publicznych. Praktyka działania debiutantów giełdowych z 2004 r.*, [w:] S. Lachiewicz, A. Zakrzewska-Bielawska (red.), *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach rozwoju wysokich technologii*, Monografie Politechniki Łódzkiej, Łódź 2008.

⁴⁹ Zob. także I. Sroka, *Investor relations – teoria i praktyka w Polsce i w Unii Europejskiej*, [w:] J. Ostaszewski, M. Zaleska (red.), *W stronę teorii i praktyki finansów*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006, s. 241–250.

⁵⁰ A. Gontarek, *Dobre praktyki – raport ze stosowania zasad*, GPW, Warszawa 2008, http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008_12_6_pierwszyrokfunkcjonowania/agontarek_statystyka.pdf; B. Jarosz, *Główne doświadczenia po pierwszym roku obowiązywania Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW*, http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008_12_6_pierwszyrokfunkcjonowania/bjarosz_podsumowanie.pdf; J. Kuchenbeker, *Dobre praktyki 2008: Zbiór zasad czy raczej lista pobożnych życzeń*, www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=1747027, [23.09.2013].

⁵¹ D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie polskich spółek giełdowych*, „Akcjonariusz” 2010, nr 1, oraz www.si.org.pl.

⁵² M. Kachniewski, *Złota strona emitenta VI*, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, 2013.

⁵³ NBS Communications ogłasza wyniki badań WarsawScan 2011, <http://www.nbs.pl/wydarzenia/nbs-communications-oglasza-wyniki-badan-warsawscan-2011>, [23.09.2013].

Tabela 3. Zbiorcze wyniki oceny relacji inwestorskich w 2011 i 2012

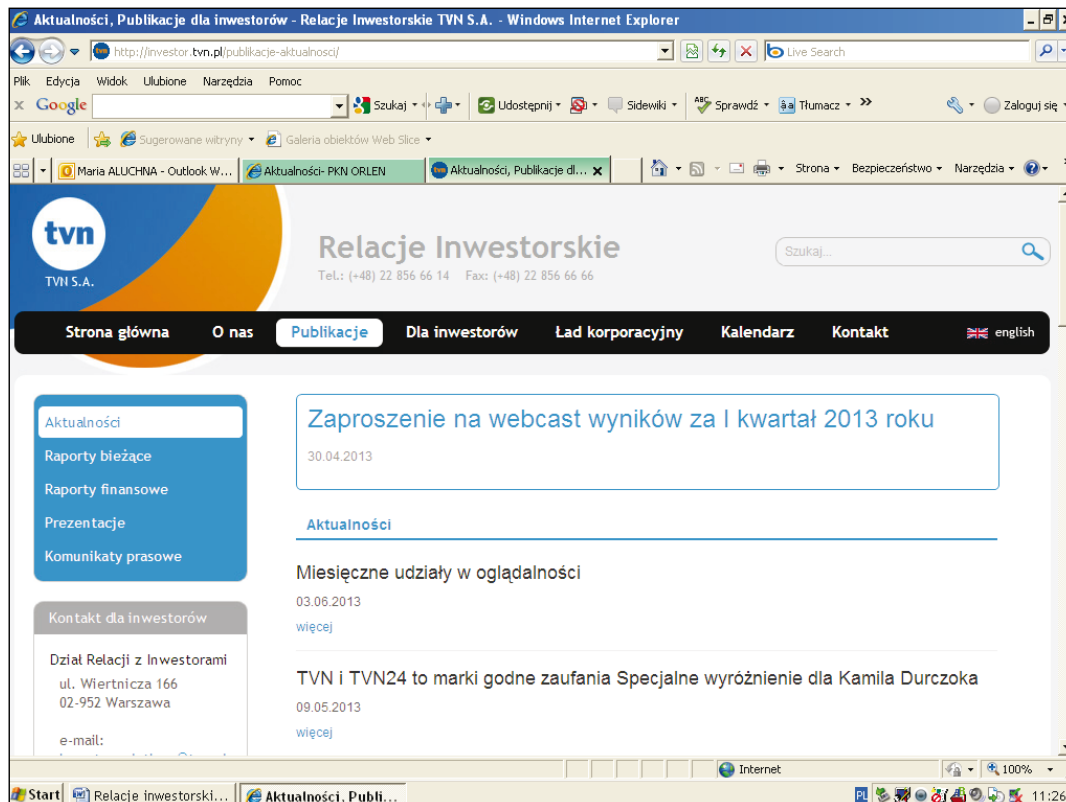
Kategorie	Średnia arytmetyczna	Mediana	Dominanta	Ocena maksymalna	Ocena minimalna
2011					
Polskie spółki giełdowe należące do indeksów WIG20 i mWIG40	35,16 pkt. (73,25%)	36,00 pkt. (75,00%)	36,00 pkt. (75,00%)	47,00 pkt. (97,92%)	22,00 pkt. (45,83%)
Polskie spółki giełdowe należące do indeksu sWIG80	30,46 pkt. (63,46%)	31,00 pkt. (64,58%)	33,00 pkt. (68,75%)	43,00 pkt. (89,58%)	7,00 pkt. (14,58%)
Polskie spółki notowane na GPW nienależące do ww. indeksów	29,41 pkt. (61,27%)	30,00 pkt. (62,50%)	30,00 pkt. (62,50%)	45,00 pkt. (93,75%)	8,00 pkt. (16,67%)
Polskie spółki notowane na rynku alternatywnym NewConnect	21,21 pkt. (44,19%)	21,00 pkt. (43,75%)	23,00 pkt. (47,92%)	48,00 pkt. (100,00%)	0,00 pkt. (0,00%)
Wszystkie spółki zagraniczne notowane na GPW w Warszawie (w tym NewConnect)	16,42 pkt. (34,21%)	16,00 pkt. (33,33%)	8,00 pkt. (16,67%)	38,00 pkt. (79,17%)	1,00 pkt. (2,08%)
2012					
Polskie spółki giełdowe należące do indeksów WIG20 i mWIG40	32,92 pkt. (78,38%)	34,00 pkt. (80,95%)	34,00 pkt. (80,95%)	40,00 pkt. (95,24%)	18,00 pkt. (42,86%)
Polskie spółki giełdowe należące do indeksu sWIG80	26,80 pkt. (63,81%)	27,00 pkt. (64,29%)	34,00 pkt. (80,95%)	39,00 pkt. (92,86%)	10,00 pkt. (23,81%)
Polskie spółki notowane na GPW nienależące do ww. indeksów	25,75 pkt. (61,31%)	26,00 pkt. (61,90%)	29,00 pkt. (69,05%)	41,00 pkt. (97,62%)	1,00 pkt. (2,38%)
Polskie spółki notowane na rynku alternatywnym NewConnect	18,05 pkt. (42,98%)	18,00 pkt. (42,86%)	19,00 pkt. (45,24%)	41,00 pkt. (97,62%)	0,00 pkt. (0,00%)
Wszystkie spółki zagraniczne notowane na GPW w Warszawie (w tym NewConnect)	13,95 pkt. (33,21%)	12,50 pkt. (29,76%)	6,00 pkt. (14,29%)	37,00 pkt. (88,10%)	0,00 pkt. (0,00%)

Źródło: M. Kachniewski, *Złota strona emitenta VI, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, 2013, s. 7*

Rysunek 2. Strony serwisu relacji inwestorskich PKN Orlen SA

Źródło: <http://www.ornen.pl/PL/RelacjeInwestorskie/Strony/default.aspx>

Rysunek 3. Strona relacji inwestorskich TVN SA z zakładki **Publikacje**



Źródło: <http://investor.tvn.pl/publikacje-aktualnosci/>

wielu obserwatorów znajduje się w czołówce pod względem jakości i treści prezentowanych informacji.

Strona relacji inwestorskich TVN dostarcza wielu informacji o spółce, oferując bogaty zestaw dokumentów i narzędzi. Poza podstawowymi elementami uwagę zwracają zakładki poświęcone polityce dywidendowej oraz polityce emitowania obligacji korporacyjnych. Interesującym rozwiązaniem jest również możliwość analizy bieżących notowań i budowy różnych wykresów (uwzględniających różne okresy, różne wersje wykresu, możliwości prezentacji graficznej, możliwość uzyskania wyników analizy technicznej). Bogata jest także zawartość materiałów wideo, a przygotowanych przez spółkę prezentacji jest bardzo wiele. Kalendarz wydarzeń, możliwość zapisania się na newsletter czy subskrypcji kanału RSS zapewniają lepszy kontakt z działem relacji inwestorskich.

Warto jednak również wspomnieć o przypadkach spółek, które w sytuacjach trudnych dla inwestorów nie spełniły pokładanych w relacjach inwestorskich nadziei. Historycznie interesującym przypadkiem jest spółka Mostostal Płock, w której w obliczu konfliktu między akcjonariuszem większościowym a akcjonariuszami mniejszościowymi brak efektywnej komunikacji doprowadził do znacznego spadku wartości akcji i kapitalizacji spółki. Innymi przykładami – z ostatnich dwóch lat – są spółki Agroton czy Solar, które w sytuacji pogorszenia wyników zaczęły unikać kontaktów z akcjonariuszami, a informacje umieszczane na ich stronach internetowych były znacząco ograniczone.

W przypadku Agrotonu presja ze strony inwestorów pozwoliła przywrócić politykę informacyjną, w przypadku spółki Solar podobny efekt został osiągnięty po interwencji inwestorów instytucjonalnych w Komisji Nadzoru Finansowego.

Podsumowując powyższe rozważania, należy zauważyć, iż:

- relacje inwestorskie odnotowały znaczny rozwój na przełomie 10 lat;
- relacje inwestorskie mają znaczenie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych,
- od wybuchu kryzysu badacze i praktycy odnotowują pogorszenie jakości polityki informacyjnej spółek;
- wyższą jakość relacji inwestorskich notują spółki większe, wchodzące w skład najważniejszych indeksów giełdowych, co należy wiązać zarówno z większymi możliwościami finansowania komunikacji z inwestorami, jak i większą presją publiczną na spółki duże, bardziej znane, o większym wpływie na gospodarkę kraju;
- jakość relacji inwestorskich niewątpliwie się poprawia, zarówno w odniesieniu do zawartości stron internetowych w języku polskim, jak i w języku angielskim. Spółki zamieszczają nie tylko informacje rekomendowane w ramach dobrych praktyk (raporty bieżące i okresowe, skład władz, strategia i plany działania), ale również inne interesujące dla inwestorów materiały (lista analityków, prezentacje, *webcasty*).

Mimo wielu zalet postępu w zakresie relacji inwestorskich, warto wspomnieć o pewnych ograniczeniach czy obawach ze strony spółek. Mogą one hamować rozwój komunikacji z inwestorami. Przede wszystkim spółki często dostrzegają zagrożenie związane z ujawnianiem bardzo wielu danych i możliwością wykorzystania tych informacji przez konkurencję. Dodatkowym problemem są znaczne koszty przygotowywania i ciągłej aktualizacji materiałów. Koszty te wiążą się także z tłumaczeniem dokumentów na język angielski. Z kolei stosowanie technik *e-votingu* i prowadzenie walnych zgromadzeń przez internet rodzi obawy o chaos na WZA i zadawanie pytań mniej merytorycznych, nastawionych na blokowanie podejmowania uchwał i przedłużanie czasu trwania walnego zgromadzenia.

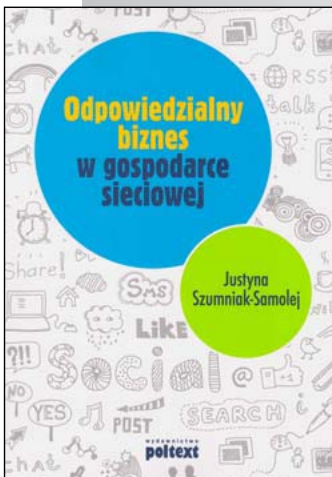
Podsumowanie

Niniejszy artykuł miał na celu przybliżenie problematyki relacji inwestorskich, ze szczególnym uwzględnieniem możliwości, jakie daje zastosowanie internetu w ich kształtowaniu. Współczesny rozwój nowych technologii na potrzeby funkcjonowania ryn-

ku kapitałowego oraz rozwój społeczeństwa informacyjnego stwarzają znaczne możliwości kształtowania relacji inwestorskich, w których tradycyjne spotkania są uzupełniane lub wręcz zastępowane poprzez komunikację elektroniczną. Prowadzenie dobrze przygotowanej, informatywnej i łatwej w obsłudze strony internetowej daje spółkom szanse na dotarcie do dużej grupy inwestorów praktycznie na całym świecie, przy relatywnie niskich kosztach takiej komunikacji. Dobrze przygotowana strona internetowa relacji inwestorskich może także stać się elementem budowania wizerunku spółki, a zwiększona przejrzystość spółek obecnych na rynku kapitałowym odgrywa ważną rolę w systemie nadzoru korporacyjnego. Przybliżone w tekście wyniki badań wskazują, że polskie spółki zgodnie z trendami światowymi rozwijają relacje inwestorskie. Działania takie są niewątpliwie efektem wdrażania standardów i regulacji zmierzających do zwiększenia przejrzystości i bezpieczeństwa, ale również świadomości spółek w zakresie znaczenia komunikacji z inwestorami. Rośnie ono w przypadku gorszych wyników i jest także związane z wymiernymi rezultatami w postaci większego zaufania do spółki, lepszych notowań czy niższego kosztu kapitału.

Bibliografia i netografia dostępne są w wersji internetowej czasopisma.

POLECAMY



Justyna Szumniak-Samolej
Odpowiedzialny biznes w gospodarce sieciowej
Poltext, Warszawa 2013

Celem publikacji jest analiza wpływu, jaki wywierają obserwowane w otoczeniu zmiany technologiczne, społeczne i kulturowe na koncepcję społecznej odpowiedzialności biznesu. Zmiany te powiązane są szczególnie mocno z rozwojem nowych technologii informacyjno-komunikacyjnych, w tym koncepcji Web 2.0, która doprowadziła do powstania nowego, sieciowego profilu interesariusza. W tej perspektywie firmy powinny przemodelować realizowane inicjatywy w obszarze społecznej odpowiedzialności biznesu w kierunku CSR nowej, drugiej generacji.

Publikację można nabyć w księgarni internetowej wydawnictwa: <http://www.poltext.pl/>.

Marcin Cichoń i in.
Biblia e-biznesu
Helion, Gliwice 2013

Celem autorów było stworzenie „możliwie kompletnej skarbicy wiedzy na temat przedsiębiorczości uprawianej w wirtualnym świecie internetu”. Zebrane doświadczenia i wiedza 25 osób zaowocowały obszerną pozycją podzieloną na dziewięć rozdziałów dotyczących kolejno: celu, modelu i strategii; sklepu internetowego; sprzedaży na platformach aukcyjnych; usług online; e-marketingu; komunikacji z e-klientem; obsługi transakcji i logistyki e-sprzedaży; efektywności sprzedaży; aspektów prawnych. Książka jest wzbogacona wieloma przykładami. Posiada również fanpage na serwisie Facebook, gdzie można podjąć dyskusję z jej autorami: www.facebook.com/bibliaebiznesu.

Publikację można nabyć w księgarni internetowej wydawnictwa: <http://onepress.pl/>.

