

**Joanna Dyczkowska**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **KSZTAŁTOWANIE RELACJI INWESTORSKICH PRZEZ SPÓŁKI GIEŁDOWE W ŚWIETLE POLSKICH PRZEPISÓW**

---

**Streszczenie:** W szerokim ujęciu zbiór zasad ładu korporacyjnego normuje relacje emitenta giełdowego z całym otoczeniem rynkowym, w węższym ujęciu dotyczy sposobu kształtowania relacji z inwestorami, czyli dawcami kapitału. Spółki, które przestrzegają dobrych praktyk w zakresie komunikacji z inwestorami, budzą ich zaufanie poprzez prowadzenie efektywnej i przejrzystej polityki informacyjnej oraz zagwarantowanie wysokiej jakości przekazu z wykorzystaniem nowoczesnych narzędzi komunikacji elektronicznej. W dłuższym okresie budowanie pozytywnych relacji pomiędzy emitentem a inwestorami przynosi efekty dwustronne: inwestorzy postrzegają spółkę jako taką, która generuje niższe ryzyko i chroni ich interesy, natomiast spółce łatwiej jest w ten sposób obniżyć koszt pozyskania kapitału. Celem prezentowanego artykułu jest udowodnienie hipotezy, iż pomimo rosnącego znaczenia relacji inwestorskich w ogólnej świadomości uczestników rynku kapitałowego jeszcze nie wszystkie polskie spółki giełdowe dobrowolnie stosują się do zaleceń w sposób, jaki określa Rada Giełdy.

**Słowa kluczowe:** komunikacja, ład korporacyjny, relacje inwestorskie, ujawnianie informacji.

### **1. Wstęp**

Pod pojęciem relacji inwestorskich kryje się ogół zabiegów, które mają służyć lepszemu komunikacji emitentów z aktualnymi lub też potencjalnymi inwestorami. Obejmują one działania polegające m.in. na: przekazywaniu inwestorom informacji o wysokiej jakości w zakresie zarówno treści, jak i formy przekazu; stwarzaniu warunków sprawiedliwego dostępu do informacji, gwarantowaniu przejrzystości komunikacji poprzez stosowanie się do wymogów prawa w zakresie publikacji raportów bieżących i okresowych, zapewnianiu inwestorom poczucia wiarygodności przekazywanych informacji poprzez umożliwienie bezpośredniego kontaktu z członkami zarządu, zagwarantowaniu rzetelnej komunikacji popartej istnieniem skutecznego działu relacji inwestorskich odpowiedzialnego za koordynację kontaktu z inwestorami (por. [5, s. 44-46; 10, s. 25-42; 18, s. 82-93; 19]).

W dużym stopniu z pomocą w zakresie kształtowania relacji inwestorskich przychodzi obowiązuje przepisy prawne oraz zbiór zasad ładu korporacyjnego. Istnie-

je ogólne przeświadczenie, że spółki przestrzegające dobre praktyki są postrzegane przez rynek jako bezpieczniejsze, a przez inwestorów jako te, które generują niższe ryzyko, chronią ich interesy oraz mogą przynieść im wyższą wartość w dłuższym okresie [2, s. 83-93]. Jednak by tworzone standardy przyniosły wymierne efekty w postaci lepszej komunikacji pomiędzy emitentami a inwestorami, ci ostatni powinni aktywnie uczestniczyć we współtworzeniu zasad.

Przeprowadzone i opisane w tym artykule badanie ma na celu wskazanie, czy pilotażowa grupa wybranych losowo spółek giełdowych świadomie i istotnie przywiązywała wagę do dobrowolnych zaleceń odnoszących się do kształtowania relacji inwestorskich. W związku z tym przeanalizowano i oceniono stopień przestrzegania określonych w badaniu wybranych dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez emitentów giełdowych w 2010 r. W szczególności zwrócono uwagę na sposób formułowania uzasadnień w przypadku odstąpienia od stosowania zasad.

Należy podkreślić, że przygotowane opracowanie nie jest odosobnione w swej tematyce i jest kontynuacją podobnych badań, które K. Campbell, M. Jerzemowska i K. Najman przeprowadzili na grupie 250 emitentów giełdowych w Polsce. Polegały one na analizie zawartości oświadczeń dotyczących przestrzegania zasad ładu korporacyjnego w 2005 r. [6, s. 623-634]. Innymi badaniami w tym zakresie kierowali S.H. De Cleyn (w odniesieniu do belgijskich małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na giełdzie) oraz E. Berglöf i A. Pajuste (w stosunku do emitentów na giełdach Europy Środkowo-Wschodniej) [3, s. 1-20; 9, s. 1-16]. E. Berglöf i A. Pajuste stwierdzili, że zakres ujawnianych informacji różni się znacznie w poszczególnych podmiotach i jest zdeterminowany głównie obowiązującymi w danym kraju regulacjami prawnymi oraz przyjętymi dobrymi praktykami i co ciekawe, nie jest skorelowany z wynikami finansowymi emitentów. Z drugiej jednak strony zaobserwowali, że wyniki finansowe są silnie powiązane z tym, jak szybko i łatwo informacje podawane są do publicznej wiadomości.

## **2. Polskie przepisy regulujące kształtowanie relacji inwestorskich**

Regulamin Giełdy precyzuje, że spółki giełdowe powinny stosować zasady ładu korporacyjnego uchwalone przez Radę Giełdy [20, §29]. Zasady te nie są jednak przepisami obowiązującymi, a jedynie dobrymi praktykami, których przestrzeganie ma stanowić wartość dodaną dla spółki giełdowej oraz przyczynić się do postrzegania jej przez inwestorów jako atrakcyjniejszej. Od emitenta papierów wartościowych wymaga się, aby w sytuacji zaistnienia uzasadnionego przeświadczenia wskazującego na naruszenie zasady ładu korporacyjnego niezwłocznie opublikował stosowne oświadczenie w formie raportu bieżącego na oficjalnej stronie internetowej. Oświadczenie takie powinno zawierać wskazanie, która zasada nie jest stosowana w sposób trwały albo została naruszona incydentalnie, jakie były okoliczności i przyczyny jej niezastosowania oraz w jaki sposób spółka planuje usunąć ewentualne skutki jej

niezastosowania lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko powstania takiej sytuacji w przyszłości.

Ponadto w Regulaminie Giełdy określono, że emitent powinien dołączyć do raportu rocznego raport dotyczący stosowania zasad ładu korporacyjnego w spółce. Raport taki ma mieć konkretną strukturę, którą określa Rozporządzenie Ministra Finansów [22, §91, ust. 5, pkt. 4a-k]. Raport powinien zawierać w zakresie istotnym dla relacji inwestorskich m.in.:

- wyznaczenie zbioru zasad ładu korporacyjnego, któremu podlega emitent, oraz miejsca, gdzie tekst zbioru jest publicznie dostępny, lub zbioru zasad ładu korporacyjnego, na którego stosowanie emitent mógł się zdecydować dobrowolnie, oraz miejsce, gdzie jego tekst jest publicznie dostępny, albo wszelkich odpowiednich informacji dotyczących stosowanych przez emitenta praktyk w zakresie ładu korporacyjnego, wykraczających poza wymogi przewidziane prawem krajowym wraz z przedstawieniem informacji o stosowanych przez niego praktykach w zakresie ładu korporacyjnego;
- wskazanie zasad, od których stosowania emitent odstąpił, wraz z opisem zakresu oraz przyczyn odstąpienia;
- opis głównych cech stosowanych systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w spółce giełdowej, w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych;
- opis sposobu działania walnego zgromadzenia i jego główne uprawnienia, a w szczególności zasady wynikające z regulaminu walnego zgromadzenia, jeżeli taki regulamin został uchwalony, o ile informacje w tym zakresie nie wynikają wprost z przepisów prawa; oraz opis praw akcjonariuszy i sposobu ich wykonywania.

Z przepisów tych wynika, że emitenci papierów wartościowych powinni publicznie udostępniać informacje o tym, w jakim stopniu oraz dlaczego odstępują od stosowania zasad mających wpływ na komunikację z inwestorami. Praktyka tego typu nakłada na spółki giełdowe wymóg sformułowania rzetelnego uzasadnienia, które wiarygodnie usprawiedliwi fakt nieprzestrzegania niektórych wymogów. Informacje zaczerpnięte z oświadczenia emitentów w zakresie stosowania zasad ładu korporacyjnego pozwalają również na obiektywną ocenę stanu i jakości relacji inwestorskich na polskim rynku kapitałowym.

### **3. Przestrzeganie dobrych praktyk w zakresie relacji inwestorskich przez polskie spółki giełdowe**

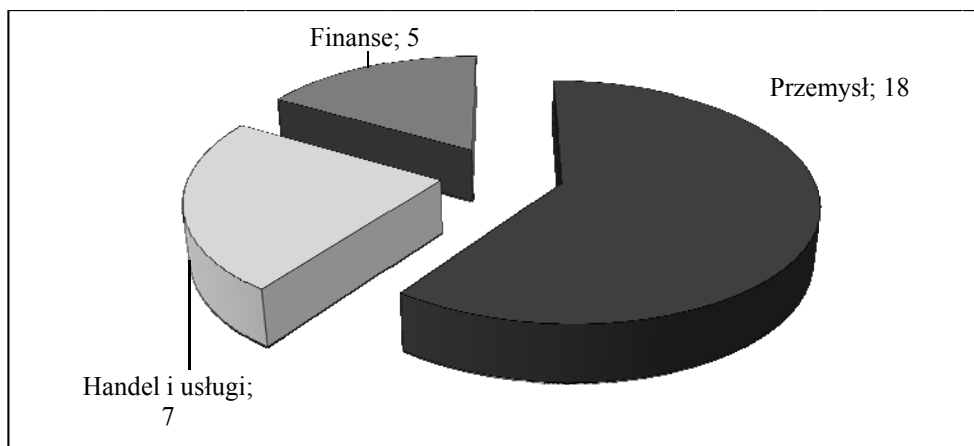
#### **3.1. Hipoteza badawcza**

Na potrzeby badania sformułowano następującą hipotezę, której prawdziwość autorka zamierza udowodnić: **Rosnące znaczenie relacji inwestorskich w ogólnej świadomości uczestników rynku kapitałowego motywuje emitentów papierów war-**

**tościowych do przestrzegania istniejącego zbioru zasad ładu korporacyjnego, jednak nie wszystkie spółki giełdowe dokonują tego w pełnym wymiarze i w sposób określony w zaleceniach.** Udowodnienie tej hipotezy ma na celu pokazanie, iż tworzone standardy w zakresie relacji inwestorskich nie mogą powstawać w oderwaniu od środowiska opiniotwórczego tworzonego przez inwestorów giełdowych. Zakłada się bowiem, że ważność zbioru zasad zależy od tego, czy w trafny sposób rozpoznaje on oczekiwania uczestników rynku kapitałowego [15, s. 10].

### 3.2. Metodyka badań

Przeprowadzone badanie oparto na próbie 30 spółek wybranych losowo z grupy tworzącej indeks WIG<sup>1</sup>. Wylosowane obiekty badawcze reprezentowały różne gałęzie gospodarki (rys. 1).



Rys. 1. Struktura branżowa grupy badawczej

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Metodyka badań opierała się uzupełnieniu przygotowanego formularza zawierającego 24 pytania związane ze stosowaniem dobrych praktyk rekomendowanych przez Radę Giełdy. Wypełnienie formularza miało przyczynić się do osiągnięcia założonego celu artykułu poprzez zweryfikowanie przyjętej hipotezy badawczej. Pytania wymagały udzielenia jednoznacznej odpowiedzi, czy spółka deklaruje stosowanie zasady dotyczącej ładu korporacyjnego w sposób całkowity, częściowy lub też czy nie przestrzega jej wcale. W przypadku częściowego przestrzegania zasady, na

<sup>1</sup> W badaniu wzięły udział następujące podmioty: ATM Grupa, Bank Ochrony Środowiska, Bioton, Bumech, Cersanit, Elektrotim, Energopol Południe, Hardex, Hawe, Instal Kraków, Jupiter, Jutrzenka, KGHM, Kompa, Kopex, Krakchemia, Kredyt Bank, Kruszwica, Mennica, Mercor, Novitus, NTT System, Orbis, Permedia, Polcolorit, Polnord, Rafako, TU Europa, Vistula, Wielton.

**Tabela 1.** Wizerunek spółki i zakres prezentowanych informacji

1. Czy spółka deklaruje prowadzenie strony internetowej, o zakresie i sposobie prezentacji wzorowanym na modelowym serwisie relacji inwestorskich?
2. Czy spółka deklaruje zamieszczanie na swojej stronie internetowej podstawowych dokumentów korporacyjnych?
3. Czy spółka deklaruje zamieszczanie na swojej stronie internetowej życiorysów zawodowych członków organów spółki?
4. Czy spółka deklaruje udostępnianie na swojej stronie internetowej raportów bieżących i okresowych?
5. Czy spółka deklaruje udostępnienie na swojej stronie internetowej uzasadnień kandydatur zgłaszanych do zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi, w terminie umożliwiającym zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należytym rozeznaniem, w przypadku gdy wyboru członków organów spółki dokonuje walne zgromadzenie?
6. Czy spółka deklaruje udostępnianie na swojej stronie internetowej rocznych sprawozdań z działalności rady nadzorczej, z uwzględnieniem pracy jej komitetów, wraz z przekazaną przez radę nadzorczą oceną pracy rady nadzorczej oraz systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki?
7. Czy spółka deklaruje udostępnianie na swojej stronie internetowej pytań akcjonariuszy dotyczących spraw objętych porządkiem obrad, zadawanych przed i w trakcie walnego zgromadzenia, wraz z odpowiedziami na zadawane pytania?
8. Czy spółka deklaruje informowanie akcjonariuszy w swoim serwisie inwestorskim o powodach odwołania walnego zgromadzenia, zmianie terminu lub porządku obrad wraz z uzasadnieniem?
9. Czy spółka deklaruje informowanie akcjonariuszy w swoim serwisie inwestorskim o przerwie w obradach walnego zgromadzenia oraz o powodach zarządzenia przerwy?
10. Czy spółka deklaruje zamieszczanie na swojej stronie internetowej informacji 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? Czy informacje takie są zamieszczane w terminie umożliwiającym podjęcie przez inwestorów decyzji inwestycyjnych?
11. Czy spółka deklaruje zamieszczanie na swojej stronie internetowej powziętych przez zarząd, na podstawie oświadczenia członka rady nadzorczej, informacji o powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki?
12. Czy spółka deklaruje podanie informacji na temat prognozowanych kosztów, jakie poniesie w związku z wprowadzeniem programu motywacyjnego opartego na akcjach lub podobnych instrumentach, w przypadku jego wprowadzenia?
13. Czy spółka deklaruje prezentowanie na stronie internetowej raportu dotyczącego stosowania ładu korporacyjnego?
14. Czy spółka deklaruje podawanie informacji o treści obowiązującej reguły dotyczącej zmieniania podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych lub informacji o braku takiej reguły?
15. Czy spółka zapewnia funkcjonowanie swojej strony internetowej w języku angielskim, przynajmniej w zakresie wskazanym w powyższych pytaniach?

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

podstawie deklaracji zawartych w oświadczeniach spółek opisano stopień jej realizacji. W sytuacji gdy spółka giełdowa twierdziła, że nie przestrzega w ogóle tej zasady, sprawdzono, jak uzasadnia ona ten fakt, jakie podaje przyczyny i okoliczności. W tej części badania kluczową kwestią było również uzyskanie informacji, czy spółka wyjaśnia, w jaki sposób zamierza usunąć ewentualne skutki niestosowania wymogów ładu korporacyjnego lub jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko ponownego odstąpienia od rekomendacji w przyszłości.

**Tabela 2.** Respektowanie praw inwestorów

1. Czy spółka deklaruje, iż zapewni, że żaden akcjonariusz nie będzie uprzywilejowany w stosunku do pozostałych akcjonariuszy w zakresie transakcji i umów zawieranych przez spółkę z akcjonariuszami lub podmiotami z nimi powiązanymi?
2. Czy spółka deklaruje się dążyć do tego, by w sytuacji gdy papiery wartościowe wyemitowane przez spółkę są przedmiotem obrad w różnych krajach (lub na różnych rynkach) i w ramach różnych systemów prawnych, realizacja zdarzeń korporacyjnych, związanych z nabyciem praw po stronie akcjonariusza następować będzie w tym samych terminach we wszystkich krajach, w których są one notowane?

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

**Tabela 3.** Organizacja walnych zgromadzeń akcjonariuszy

1. Czy spółka deklaruje, że umożliwi transmisję obrad walnego zgromadzenia z wykorzystaniem sieci Internet w czasie rzeczywistym, rejestrowanie przebiegu obrad i upublicznianie go na stronie internetowej, w tym zapewni akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, polegającej na: a) dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad, b) wykonywaniu osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia?
2. Czy spółka deklaruje ustalenie miejsca i terminu walnego zgromadzenia, tak aby umożliwić udział w obradach jak największej liczbie akcjonariuszy?
3. Czy spółka deklaruje zadbanie o to, by na skutek odwołania walnego zgromadzenia lub przesunięcia jego terminu nie ograniczyć inwestorowi uczestnictwa w walnym zgromadzeniu?
4. Czy spółka deklaruje, że członkowie zarządu oraz rady nadzorczej będą uczestniczyć w obradach walnego zgromadzenia w składzie umożliwiającym udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie walnego zgromadzenia?
5. Czy spółka deklaruje, że regulamin walnego zgromadzenia nie będzie utrudniał uczestnictwa akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu i wykonywania ich praw?
6. Czy spółka gwarantuje, że uchwały walnego zgromadzenia będą zapewniać zachowanie niezbędnego odstępu czasowego pomiędzy decyzjami powodującymi określone zdarzenie korporacyjne a datami, w których ustalane są prawa akcjonariuszy wynikające z tych zdarzeń korporacyjnych?
7. Czy spółka gwarantuje przedstawicielom mediów obecność w walnych zgromadzeniach?

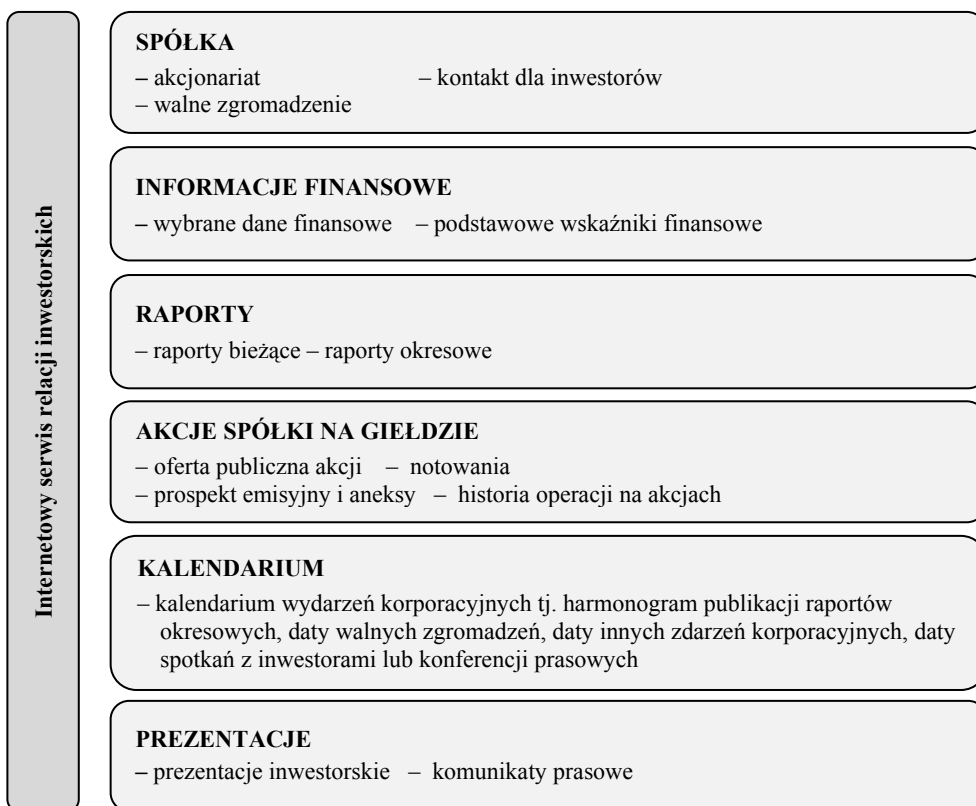
Źródło: opracowanie na podstawie własnych badań.

W tabelach 1-3 zawarto pytania, które stanowiły podstawę formularza badawczego. Zostały one podzielone na trzy podgrupy związane tematycznie z kształtowaniem relacji inwestorskich; pierwsza z nich dotyczyła wizerunku spółki oraz zakresu informacji prezentowanych w serwisie internetowym, druga – respektowania praw akcjonariuszy, trzecia – organizacji walnych zgromadzeń. Odpowiedzi uzyskano, studiując treści oświadczeń dotyczących stosowania ładu korporacyjnego przez emitentów giełdowych za rok 2010.

### 3.3. Wyniki badań

#### 3.3.1. Wizerunek spółki i zakres prezentowanych informacji

Modelowy serwis relacji inwestorskich (dostępny na: <http://naszmodel.gpw.pl/>) zakłada, że struktura prawidłowej strony przeznaczonej dla inwestorów powinna zawierać elementy przedstawione na rysunku 2 [12, s. 108].



Rys. 2. Struktura serwisu relacje inwestorskie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [23].

W odpowiedzi na pytanie, czy spółki giełdowe deklarują prowadzenie strony internetowej o zakresie i sposobie prezentacji wzorowanym na modelowym serwisie relacji inwestorskich, jedynie dwóch z 30 badanych emitentów przyznało się do nieprzestrzegania powyższej zasady. W obydwu przypadkach uzasadniono jednak, iż jest to tylko tymczasowe odstępnie, spowodowane bieżącą przebudową serwisu inwestorskiego właśnie w celu dostosowania go do wymogów dobrych praktyk. Jedna ze spółek oświadczyła, że częściowo przestrzega powyższej zasady, zamieszczając w serwisie tylko niektóre z wymaganych informacji, i zobowiązała się w najbliższym czasie stopniowo przebudowywać swą stronę, by docelowo zakres i sposób prezentacji informacji odpowiadał sugerowanemu modelowi. Pozostałe podmioty nie ujawniły niedociągnięć w tym zakresie, należy więc domniemywać, że posiadają zgodny z wytycznymi modelowy serwis inwestorski.

Przestrzeganie dobrych praktyk wymaga od spółek giełdowych zamieszczania na własnej stronie internetowej podstawowych dokumentów korporacyjnych. Wyniki badań dowodzą, że jedynie jeden emitent przyznał się do odstąpienia od stosowania powyższej zasady w całym zakresie. Jako powód odstąpienia podano przyjęte przez zarząd stanowisko, iż wewnętrzne dokumenty korporacyjne stanowią efekt doświadczeń i dorobku spółki. W interesie emitenta nie leży zatem ujawnianie i publiczna dostępność wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych, które z mocy prawa nie muszą być udostępniane, a w pewnych sytuacjach mogą być wykorzystywane przeciw interesom spółki. Jednocześnie zarząd zapewnił, że aktualni akcjonariusze mają pełny dostęp do dokumentów niezbędnych do oceny działalności emitenta i jego organów, a w indywidualnych, uzasadnionych przypadkach może zostać wydana zgoda na przekazanie poszczególnych podstawowych regulacji wewnętrznych zainteresowanym osobom prawnym lub fizycznym, które na piśmie zwrócą się o ich udostępnienie. Jedna ze spółek zadeklarowała częściowe odstąpienie od powyższej zasady, co wiązało się z brakiem zamieszczenia na stronie korporacyjnej regulaminu walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Motywując odstąpienie, podano, że spółka nie zamieściła regulaminu walnego zgromadzenia, gdyż nie posiada takiego dokumentu, natomiast podstawę do sprawnego przebiegu walnego zgromadzenia stanowią odpowiednie przepisy Kodeksu Spółek Handlowych (KHS). Pozostałe ponad 90% jednostek oświadczało, że umieszcza wymagane dobrymi praktykami dokumenty korporacyjne na własnych stronach internetowych.

Jednym z kluczy do sukcesu spółki giełdowej jest wykształcona i doświadczona kadra zarządzająca. W celu bliższego poznania osób zajmujących się podejmowaniem istotnych dla rozwoju spółki decyzji oraz osób odpowiedzialnych za nadzór na nią, Rada Giełdy rekomenduje, by na stronie korporacyjnej spółki widniały życiorysy członków zarządu oraz rady nadzorczej. Jedynie dwie spółki przyznały, że nie stosują w pełni tej praktyki i uzasadniły to faktem, iż życiorysy każdego z członków organów emitenta dostępne są w przekazywanych do publicznej wiadomości raportach bieżących, w momencie powoływania danej osoby na stanowisko, uznano więc, że nie ma sensu zamieszczać odrębnych życiorysów na stronie internetowej.



Badania wykazały również, że wszystkich 30 emitentów stosowało zasadę publikowania raportów bieżących oraz okresowych na stronie korporacyjnej w sekcji przeznaczonej dla inwestorów.

Kolejnym aspektem, będącym przejawem dobrej komunikacji pomiędzy inwestorami a organami spółki, jest udostępnianie przez emitentów na internetowych stronach korporacyjnych uzasadnień kandydatur zgłaszanych do zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi, w terminie umożliwiającym akcjonariuszom zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem. Powyższy wymóg dotyczy sytuacji, gdy wyboru członków organu spółki dokonuje walne zgromadzenie akcjonariuszy. Analiza oświadczeń dotyczących stosowania ładu korporacyjnego wykazała, że trzy spółki z 30 przebadanych przyznały się do całkowitego odstąpienia od stosowania tej zasady, kolejnych pięć zadeklarowało częściowe jej stosowanie, natomiast w odniesieniu do pozostałych 22 należy domniemywać, że zasada ta jest przestrzegana trwale i w całości, ponieważ podmioty te nie wykazały w raportach informacji o odstąpieniu od jej stosowania. Bardziej szczegółowe badanie pozwoliło na sformułowanie następujących wniosków:

1. Spółki nieprzestrzegające powyższej zasady przedstawiały różne motywacje. Dwóch emitentów dowodziło, że niemożliwe było zamieszczenie na stronie internetowej uzasadnień kandydatur zgłaszanych do zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi w terminie umożliwiającym zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem, ponieważ kandydatury takie zgłaszano dopiero w trakcie obrad walnego zgromadzenia. Jedna ze spółek usprawiedliwiała to faktem, iż zgodnie ze statutem członków zarządu powołuje rada nadzorcza, a wyboru członków rady nadzorczej dokonuje walne zgromadzenie, zatem kandydatury do rady nadzorczej, podobnie jak w dwóch wcześniejszych przypadkach, zgłaszane są przez akcjonariuszy w trakcie obrad walnego zgromadzenia.

2. Emitenci, którzy deklarowali częściowe przestrzeganie omawianej dobrej praktyki, uzasadniali możliwość odstąpienia od niej brakiem wpływu na decyzje czy też gotowość akcjonariuszy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu do dobrowolnego przyjęcia zobowiązania, polegającego na przekazywaniu emitentowi informacji o swoich zamiarach w zakresie zgłaszania kandydatów do składu organów spółki w odpowiednim czasie przed odbyciem obrad. Emitenci stwierdzali jednak, że podejmą działania zmierzające do stosowania tej zasady w przyszłości, co będzie polegało na tym, że jeśli otrzymają uzasadnienia wraz z życiorysami zawodowymi kandydatów i ich zgodę na publikację, informacje te będą niezwłocznie zamieszczane na internetowej stronie korporacyjnej. W przeciwnym razie spółki będą informować o odstępstwie od tej zasady.

Podmioty, które deklarują przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego, powinny udostępniać na swojej stronie internetowej roczne sprawozdania z działalności rady nadzorczej, z uwzględnieniem pracy jej komitetów, wraz z przekazanymi przez radę nadzorczą ocenami tej pracy oraz systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem. Wyniki przeprowadzonego badania skłaniają do następujących spostrzeżeń:

1. Dwóch z 30 emitentów zadeklarowało całkowite odstępianie od stosowania tej zasady, przy czym jeden z nich zwrócił uwagę, iż zgodnie z art. 382 § 3 KHS rada nadzorcza ma obowiązek corocznego składania zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu pisemnego raportu z oceny sprawozdania zarządu z działalności oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok. Przychylając się do tych obowiązkowych wymogów, wspomniany emitent odstąpił od stosowania zasady w zakresie rekomendowanym przez Radę Giełdy.

2. Pięć z 30 spółek stwierdziło, że omawianą dobrą praktykę stosują, ale tylko w ograniczonym zakresie. Jeden z emitentów zadeklarował, iż jego rada nadzorcza nie przygotowuje sprawozdań z działalności komitetów, gdyż takie nie funkcjonują w odniesieniu do rady nadzorczej. Pozostałych czterech przyznało się do niezamieszczania na stronach korporacyjnych nie tylko sprawozdań z działalności komitetów (z powodów wspomnianych we wcześniejszym przypadku), lecz również ocen systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem. Wśród uzasadnień zaistniałej sytuacji podano to samo oświadczenie sugerujące, że ocena systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki nie znajduje się w kompetencji rady nadzorczej.

3. Pozostałe spółki, co stanowi ponad trzy czwarte grupy badawczej, nie zadeklarowały odstępiania od omawianej zasady, należy więc domniemywać, że ta dobra praktyka jest przez nie w pełni przestrzegana.

W celu promowania rzetelnej i przejrzystej komunikacji pomiędzy zarządem spółki a jej aktualnymi czy też potencjalnymi inwestorami wymagane jest, by emitent udostępniał w swoim internetowym serwisie inwestorskim pytania akcjonariuszy dotyczące spraw objętych porządkiem obrad, zadawanych przed i w trakcie walnego zgromadzenia, wraz z odpowiedziami na nie. Nie tylko zasady ładu korporacyjnego odnoszą się do powyższej kwestii, ponieważ również art. 428 §4 KSH stanowi, iż odpowiedź na zapytanie akcjonariusza uznaje się za udzieloną, jeżeli odpowiednie informacje są dostępne na stronie internetowej spółki w miejscu wydzielonym na zadawanie pytań przez akcjonariuszy i udzielanie im odpowiedzi. Jak się można spodziewać, również w tej kwestii podejścia do tego wymagania różnią się:

1. 37% liczebności grupy badawczej przyznało, że nie przestrzega wyżej wymienionej dobrej praktyki. Jako powód najczęściej pojawiało się oświadczenie, że przebieg walnego zgromadzenia dokumentowany jest w protokołach sporządzanych przez notariusza. Nie jest więc prowadzony szczegółowy zapis przebiegu obrad zawierający wszystkie pytania i wypowiedzi. O umieszczeniu poszczególnych elementów w protokole decyduje przewodniczący walnego zgromadzenia, kierując się treścią przepisów prawa oraz dokumentów korporacyjnych spółki, wagą danej sprawy oraz uzasadnionymi żądaniami akcjonariuszy. Zgodnie z regulaminem walnego zgromadzenia akcjonariusze mają prawo składać oświadczenia na piśmie, które później są dołączane do protokołu dostępnego do wglądu w siedzibie spółki. W wypowiedziach emitentów pojawiały się również powołania na KSH, zwłaszcza na art. 428 §2 i §3, dotyczące możliwości odmowy przez zarząd odpowiedzi na pytania,

jeżeli mogłoby to wyrządzić szkodę spółce przez ujawnienie tajemnic technicznych, handlowych lub organizacyjnych przedsiębiorstwa, albo jeżeli udzielenie odpowiedzi przez członka zarządu mogłoby stanowić podstawę jego odpowiedzialności karnej, cywilnoprawnej bądź administracyjnej.

2. Dwie spółki oświadczyły, że będą zamieszczały w serwisie inwestorskim pytania akcjonariuszy dotyczące spraw objętych porządkiem obrad, zadawanych przed i w trakcie walnego zgromadzenia, wraz z odpowiedziami na zadawane pytania, jednak z poszanowaniem przepisów zawartych w art. 428 §2 i §3 KSH. Oświadczenie to uznano za częściowe przestrzeganie dobrej praktyki.

3. Pozostałe 17 spółek nie stwierdzało odstępiania od powyższej zasady, należy więc domniemywać, że przestrzegają jej całkowicie.

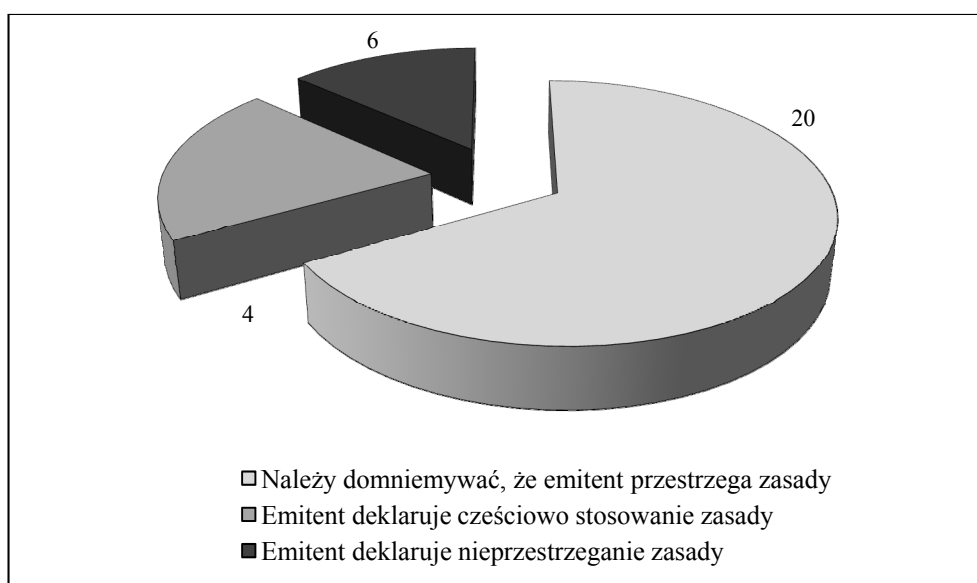
Kolejną dobrą praktyką spółek giełdowych powinno być informowanie akcjonariuszy w serwisach inwestorskich o powodach odwołania walnego zgromadzenia, zmianach terminów lub porządku obrad wraz z uzasadnieniami. Należy domniemywać, iż wszystkie badane spółki przestrzegały tej zasady, gdyż ani jedna nie zadeklarowała odstępiania. Niektóre ze spółek w swoich oświadczeniach dotyczących stosowania ładu korporacyjnego objaśniały, w jaki sposób i w jakich okolicznościach może dojść do odwołania obrad lub zmiany ich terminu, podkreślając jednocześnie, że musi się to odbyć przy jak najmniejszych ujemnych skutkach dla akcjonariuszy.

Podobnie dobrą praktyką świadczącą o poprawnych relacjach z inwestorami jest ich informowanie na internetowej stronie korporacyjnej o przerwach w obradach walnego zgromadzenia oraz o powodach ich zarządzenia. Również w tym przypadku należy uznać, że wszystkie spółki wywiązały się z tej dobrej praktyki, gdyż żadna z nich nie zgłosiła zastrzeżeń co do możliwości przestrzegania tej zasady.

Rada Giełdy sugeruje, by emitenci zamieszczali na swojej stronie internetowej 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 w terminie, który umożliwi podjęcie przez inwestorów decyzji inwestycyjnych. Z kodeksu dobrych praktyk wynika, iż tego typu informacje powinny być bezpośrednio i łatwo dostępne na internetowej stronie korporacyjnej. Jedynie trzy spółki przyznały, że nie przestrzegają powyższej zasady, a wynika to z faktu, iż informacje na temat zdarzeń korporacyjnych skutkujących nabyciem lub ograniczeniem praw po stronie akcjonariusza, mogących stanowić podstawę podejmowania decyzji inwestycyjnych, są publikowane w formie raportów bieżących, w przypadkach określonych w przepisach regulujących publiczny obrót instrumentami finansowymi. Przy czym jedna ze spółek zwróciła uwagę, że zgodnie z wymogami Rady Giełdy emitent powinien kwalifikować poszczególne zdarzenia jako mogące mieć wpływ na cenę akcji spółki (decyzje inwestycyjne) oraz publikować je w odpowiednim terminie. Władze tej spółki oznajmiły, że rozwiązanie to nie jest dobre, gdyż inwestorzy powinni podejmować indywidualne i niezależne decyzje na podstawie raportów bieżących, natomiast strona internetowa powinna mieć walor informacyjny i nie może stanowić

wyłączonego środka informowania inwestorów o grupie zdarzeń nieprecyzyjnie scharakteryzowanych w omawianej zasadzie.

Standardy opracowane przez Radę Giełdy wymagają, by spółki giełdowe zamieszczały na stronie internetowej informacje o powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Informacje te wynikają z oświadczenia, jakie powinien złożyć członek rady nadzorczej zarządowi. Powyższy obowiązek dotyczy powiązań natury ekonomicznej, rodzinnej lub innej, mogących mieć wpływ na stanowisko członka rady nadzorczej w sprawie rozstrzyganej przez radę. Wyniki badania prezentuje rysunek 3.



**Rys. 3.** Przestrzeganie zasady polegającej na ujawnianiu powiązań członków rad nadzorczych z akcjonariuszami

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Z rysunku 3 wynika, że 67% badanych spółek nie zgłosiło odstępstw od stosowania tej zasady. Sześciu emitentów zadeklarowało, iż nie będą przestrzegali zasady udostępniania oświadczeń członków rady nadzorczej o ich powiązaniach z akcjonariuszami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu na internetowych stronach korporacyjnych. Wśród uzasadnień takiego podejścia do tej dobrej praktyki znalazły się następujące komentarze:

1. Spółka dysponuje procedurą pozyskiwania informacji od członków rady nadzorczej o ich powiązaniach. Uzyskane w tym trybie informacje są dostępne na wniosek zainteresowanego podmiotu tylko w siedzibie spółki.

2. Spółka nie dysponuje mechanizmem uzyskiwania i podawania do publicznej wiadomości informacji na temat powiązań członka rady nadzorczej z akcjonariuszem. Informacje dotyczące członków rady nadzorczej są dostępne publicznie jedynie w takim zakresie, w jakim wymagają tego przepisy prawa.

3. Spółka nie udostępnia publicznie informacji o osobistych, faktycznych i organizacyjnych powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem, ponieważ członka rady nadzorczej obowiązuje zasada lojalności wobec spółki, a nie wobec akcjonariusza, więc w swych działaniach powinien się on kierować wyłącznie interesem spółki.

4. Spółka nie podaje do publicznej wiadomości informacji na temat powiązań członka rady nadzorczej z akcjonariuszem, ponieważ zarząd nie otrzymał i nie otrzymuje takich oświadczeń od członków rady nadzorczej.

5. Spółka posiada jednego inwestora strategicznego, dysponującego akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, z którym powiązanych jest czterech z pięciu członków rady nadzorczej. Spółka nie publikuje ich oświadczeń na korporacyjnej stronie internetowej.

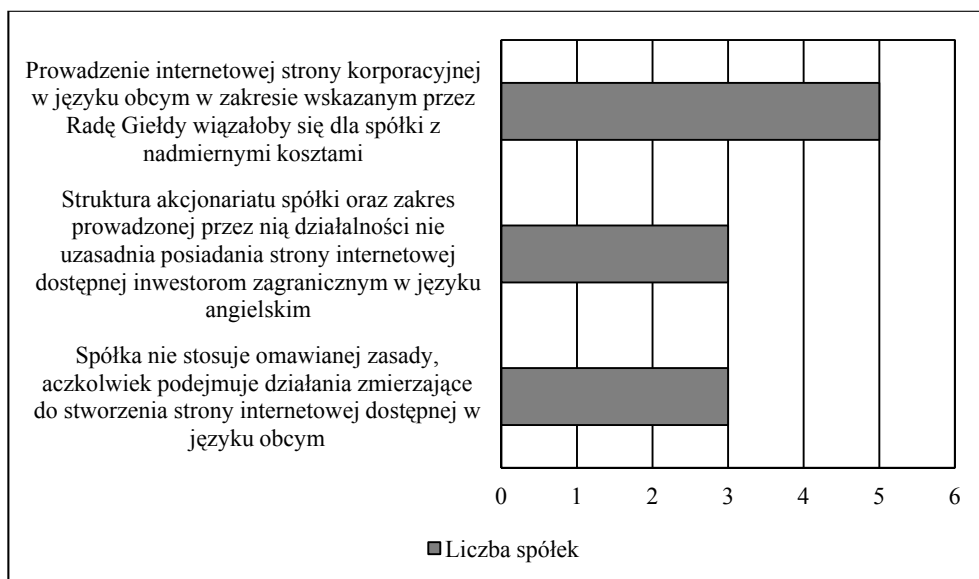
6. Spółka dysponuje procedurą pozyskiwania informacji od członków rady nadzorczej o ich powiązaniach, zarząd jednak stoi na stanowisku, iż upublicznianie tych informacji może spowodować naruszenie konstytucyjnych praw tych osób do ochrony informacji o ich życiu osobistym.

Emitenci, którzy deklarowali częściowe stosowanie omawianej zasady, uzależnili to od gotowości członków rady nadzorczej do dobrowolnego przyjęcia zobowiązania do przekazywania spółce informacji o ich powiązaniach z akcjonariuszem, dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu.

Wśród zbioru dobrych praktyk znajduje się również rekomendacja dotycząca publicznego udostępniania informacji na temat prognozowanych kosztów, jakie poniesie spółka w związku z wprowadzeniem programu motywacyjnego opartego na akcjach lub podobnych instrumentach, w przypadku jego wprowadzenia. Na podstawie badanych oświadczeń można stwierdzić, iż z wyjątkiem jednego emitenta żadna ze spółek nie zgłosiła odstąpienia od tej zasady. Żadna z badanych spółek nie odstąpiła również od zasady publikowania na korporacyjnej stronie internetowej raportu na temat stosowania ładu korporacyjnego. Tylko jeden z emitentów zwrócił uwagę, że nie stosował zasady polegającej na podawaniu informacji o treści obowiązującej reguły dotyczącej zmieniania podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych lub informacji o braku takiej reguły na swojej stronie internetowej. W raporcie jako uzasadnienie zostało podane, iż spółka nie posiada reguł dotyczących zmieniania podmiotu uprawnionego do badań sprawozdań finansowych. Wybór podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych w tym przypadku dokonywany był przez radę nadzorczą.

Kolejnym problemem poruszonym w artykule jest przestrzeganie zasady polegającej na zapewnieniu funkcjonowania korporacyjnej strony internetowej w języku

angielskim. 30% badanych jednostek zadeklarowało całkowite nieprzestrzeganie tej zasady, natomiast 20% wspomniało o częściowym jej naruszeniu. Należy domniemywać, że połowa badanych spółek stosowała powyższą zasadę w całkowitym wymiarze [por. 13, s. 79-92].



**Rys. 4.** Przyczyny nieprzestrzegania zasady prowadzenia internetowego serwisu inwestorskiego w języku angielskim

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Emitenci, którzy nie przestrzegali zasady prowadzenia internetowego serwisu inwestorskiego w zakresie wskazanym przez Radę Giełdy, komentowali to w sposób przedstawiony na rysunku 4.

### 3.3.2. Respektowanie praw inwestorów

Kształtowanie dobrych relacji inwestorskich to nie tylko sprawna i przejrzysta komunikacja, lecz również przestrzeganie praw inwestorów. W badaniu skoncentrowano się na dwóch aspektach respektowania praw inwestorów, które zostały wyróżnione w formularzu badawczym (tab. 2).

Wyniki badań dowiodły, że ani jeden z emitentów nie zgłosił zastrzeżenia co do stosowania zasady polegającej na zapewnieniu, że żaden akcjonariusz nie będzie uprzywilejowany w stosunku do pozostałych w zakresie transakcji i umów zawieranych przez spółkę z akcjonariuszami lub podmiotami z nimi powiązanymi. Należy więc domniemywać, że zarządy badanych spółek przykładają szczególną wagę do

tego, by wszelkie transakcje z akcjonariuszami oraz innymi osobami, których interesy wpływają na interes spółki, dokonywane były na warunkach rynkowych.

Respektowanie praw inwestorów, które ma wpływać na poprawne relacje z nimi, wiąże się również z gwarancją tego, że jeżeli papiery wartościowe wyemitowane przez spółkę są przedmiotem obrad w różnych krajach (lub na różnych rynkach) i w ramach różnych systemów prawnych, realizacja zdarzeń korporacyjnych związanych z nabyciem praw po stronie akcjonariusza powinna następować w tym samych terminach we wszystkich krajach, w których są one notowane. Jeżeli spółka nie przestrzega tej zasady, powinna się do niej ustosunkować w oświadczeniu o stosowaniu ładu korporacyjnego. Badania wybranych spółek giełdowych wskazały, że z wyjątkiem jednego emitenta – który potwierdził niestosowanie tej zasady wynikające z tego, że wyemitowane papiery wartościowe nie są przedmiotem obrotu w innych krajach (lub na różnych rynkach) i w ramach różnych systemów prawnych – wszystkie pozostałe podmioty stosowały się do powyższej zasady.

### 3.3.3. Organizacja walnych zgromadzeń

W tej części badania wzięto pod uwagę siedem aspektów ujętych w tabeli 3. Pierwszą kwestią było zbadanie, czy emitenci umożliwiają: transmisję obrad walnego zgromadzenia z wykorzystaniem sieci Internet w czasie rzeczywistym, rejestrowanie przebiegu obrad i upublicznianie go na stronie internetowej, w tym zapewniają akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej. Komunikacja elektroniczna polega na dwustronnym kontakcie w czasie rzeczywistym, w ramach którego akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad, oraz na wykonywaniu osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w czasie walnego zgromadzenia.

67% badanych jednostek potwierdziło nieprzestrzeganie powyższej zasady, 7% emitentów przyznało się do częściowego jej stosowania, a w przypadku pozostałych 27% spółek należy domniemywać, iż zasada ta jest w pełni przestrzegana. 20 emitentów, którzy potwierdzili nieprzestrzeganie omawianej zasady, podawało liczne argumenty uzasadniające podjęcie takiej decyzji, ujęte w tabeli 4.

W przypadku dwóch spółek częściowe przestrzeganie powyższej zasady polegało jedynie na zarejestrowaniu przebiegu obrad walnego zgromadzenia i upublicznieniu go na stronie internetowej. Nie podano powodów odstąpienia od transmisji obrad na żywo.

Badanie dowodzi, że ten aspekt komunikacji z inwestorami nie znalazł jeszcze szerokiego uznania wśród zarządów spółek giełdowych. W większości przypadków związane jest to z tym, że wszystko co nowatorskie wiąże się z ponoszeniem wysokich kosztów lub przewyciężaniem trudności organizacyjnych, związanych z prowadzeniem transmisji na żywo. Pojawiają się jednak również inne uzasadnienia, których wydźwięk świadczy o tym, że zarządy spółek nie są chętne do prezentowania się na publicznym forum.

**Tabela 4.** Przyczyny braku transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym

	Uzasadnienie niestosowania zasady	Liczba spółek
1.	Wysokie koszty transmisji, niewspółmierne do potencjalnych korzyści.	5
2.	Brak stosownego sprzętu i możliwości technicznych umożliwiających przeprowadzenie transmisji na żywo.	5
3.	Zamieszczanie na stronie internetowej i podawanie do publicznej wiadomości informacji zarówno przed, jak i po obradach, jako dostateczny sposób informowania akcjonariuszy o ich przebiegu.	4
4.	Małe doświadczenie spółek giełdowych w zakresie transmisji obrad walnych zgromadzeń.	2
5.	Obawa co do akceptacji publicznego i powszechnego dostępu do transmisji obrad oraz zarejestrowanej ich wersji przez wszystkich akcjonariuszy, związana również z formalnego punktu widzenia z uzyskaniem zgody na użycie wizerunku wszystkich osób uczestniczących w walnym zgromadzeniu.	2
6.	Struktura akcjonariatu nie przemawiająca za tym, by konieczna była transmisja na żywo.	2
7.	Brak zgłoszeń zainteresowania taką formą śledzenia obrad walnego zgromadzenia.	2
8.	Brak w statucie spółki zapisów, które pozwalałyby na udział akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej.	1
9.	Brak potrzeby transmisji obrad walnych zgromadzeń przez Internet ze względu na uczestnictwo w nich większości akcjonariuszy reprezentujących z reguły od 50% do 70% kapitału akcyjnego spółki.	1

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych

Kolejnym przejawem dobrej komunikacji z inwestorami jest umożliwienie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu jak największej liczbie akcjonariuszy poprzez dogodnie ustalenie jego terminu i miejsca. Żadna z badanych spółek nie zgłosiła zastrzeżeń co do przestrzegania powyższej zasady. Jej poszanowanie polega m.in. na ogłoszeniu walnego zgromadzenia spółki co najmniej 26 dni przed jego terminem na stronie internetowej oraz w sposób określony dla przekazywania informacji bieżących zgodnie z przepisami o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (art. 402<sup>1</sup>, §1 i §2). Ogłoszenie, obok informacji o dacie, godzinie i miejscu walnego zgromadzenia, powinno zawierać szczegółowy porządek obrad, precyzyjny opis procedur dotyczących uczestnictwa oraz wykonywania prawa głosu, dzień rejestracji uczestnictwa oraz informację, że prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu mają tylko osoby będące akcjonariuszami spółki w dniu rejestracji uczestnictwa, a także inne informacje zawarte w art. 402<sup>2</sup>.

Spółka powinna również zadbać o to, by na skutek odwołania walnego zgromadzenia lub przesunięcia jego terminu nie ograniczyć, a nawet lub całkowicie unieвозмоwić, inwestorowi uczestnictwa w obradach. Także w tym przypadku żaden z badanych emitentów nie zgłosił zastrzeżeń co do przestrzegania tej zasady.



W ramach kształtowania pozytywnych relacji inwestorskich wymaga się, by członkowie zarządu oraz rady nadzorczej uczestniczyli w walnym zgromadzeniu w składzie umożliwiającym udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie jego trwania. Żaden z badanych podmiotów nie odmówił stosowania tej dobrej praktyki. Jedna ze spółek podkreśliła, że zarówno członkowie zarządu czy rady nadzorczej, jak i biegły rewident powinni – w granicach swych kompetencji i w zakresie niezbędnym dla rozstrzygnięcia omawianych spraw – udzielać uczestnikom obrad wyjaśnień i informacji dotyczących spółki. Udzielanie odpowiedzi na pytania akcjonariuszy powinno być dokonywane przy uwzględnieniu faktu, że spółka publiczna wykonuje swoje obowiązki informacyjne w sposób wynikający z przepisów prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, a udzielanie informacji nie może być dokonywane w sposób inny niż wynikający z tych przepisów.

Spółka powinna zagwarantować, że regulamin walnego zgromadzenia nie będzie utrudniał uczestnictwa w nim akcjonariuszy oraz wykonywania ich praw. Należy domniemywać, że z wyjątkiem jednej spółki wszystkie pozostałe dokładają starań, by zasada ta była w pełni gwarantowana przez regulamin oraz realizowana poprzez zapewnienie wszystkim akcjonariuszom równego dostępu do informacji i pełnego poszanowania ich praw, niezależnie od wielkości posiadanego pakietu akcji. Spółka, która zadeklarowała nieprzestrzeganie tej zasady, podała argument, iż dotychczasowa praktyka nie przemawiała za potrzebą wprowadzenia regulaminu walnego zgromadzenia, który w sposób szczegółowy ujmowałby zasady prowadzenia jego obrad. W związku z tym wystarczającą podstawę sprawnego przebiegu walnego zgromadzenia stanowiły odpowiednie przepisy KSH<sup>2</sup>.

Należy domniemywać, że zasada polegająca na tym, że uchwały walnego zgromadzenia będą zapewniać zachowanie niezbędnego odstępu czasowego pomiędzy decyzjami powodującymi określone zdarzenie korporacyjne a datami, w których ustalane są prawa akcjonariuszy wynikające z tych zdarzeń korporacyjnych, była przestrzegana w pełnym stopniu przez wszystkie badane obiekty.

Pozytywne relacje powinny być domeną wizerunku emitentów i dotyczyć nie tylko stosunków pomiędzy spółką a jej akcjonariuszami, lecz również pomiędzy spółką a przedstawicielami mediów. Emitent powinien zatem dysponować odpowiednimi procedurami i zasadami dotyczącymi kontaktów z mediami i prowadzenia polityki informacyjnej, zapewniającymi przekazywanie spójnych i rzetelnych informacji. W zakresie zgodnym z przepisami prawa oraz uwzględniając własne interesy, spółka giełdowa powinna udostępniać przedstawicielom mediów informacje na temat swojej bieżącej działalności i sytuacji gospodarczej oraz umożliwić im uczestnictwo w walnym zgromadzeniu. Nie każdy z badanych obiektów podzielał ten pogląd. Cztery z 30 badanych spółek zadeklarowały, że zasada ta nie jest i nie będzie stosowana. W walnych zgromadzeniach tych podmiotów biorą udział osoby upraw-

---

<sup>2</sup> Chodzi tu art. 412 KSH [16], precyzujący prawa akcjonariusza do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oraz wykonywania jego głosu osobiście lub przez pełnomocnika.

nione i obsługujące obrady. Trzy spółki stwierdziły, że prowadzona przez nie polityka informacyjna jest wystarczająca i zgodna z przepisami prawa<sup>3</sup>, które regulują wykonanie nałożonych na spółki publiczne obowiązków informacyjnych w zakresie jawności i transparentności spraw będących przedmiotem obrad walnych zgromadzeń. Jednocześnie zobowiązały się one do współdziałania z mediami w zakresie bezzwłocznego udzielania stosownych odpowiedzi na pytania dotyczące przebiegu obrad. Ostatnia ze spółek odstąpienie od stosowania zasady uzasadniła tym, że walne zgromadzenie jest zgromadzeniem akcjonariuszy, a nie forum publicznym, jednak w razie pytań mediów zostaną im udzielone spójne i rzetelne odpowiedzi.

10% badanych podmiotów przyznało, że częściowo gwarantuje przedstawicielom mediów uczestnictwo w walnych zgromadzeniach. W analizowanych przypadkach polegało to na tym, że:

- w obradach mogli uczestniczyć przedstawiciele mediów, chyba że przedmiot obrad był tego rodzaju, że ich obecność mogłaby narazić spółkę na szkodę. W takiej sytuacji wniosek o dopuszczenie przedstawicieli mediów do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu był poddawany pod głosowanie przez przewodniczącego niezwłocznie po podpisaniu listy obecności;
- powyższa reguła jest uznawana za dobrą praktykę i w swoich działaniach spółka podejmuje liczne starania mające na celu posiadanie dobrych kontaktów z mediami i prowadzenie skutecznej polityki informacyjnej, jednak nie może wykluczyć sytuacji, w której obecność przedstawicieli mediów na walnym zgromadzeniu nie będzie możliwa z uwagi na konieczność zapewnienia sprawnego przebiegu obrad;
- zasada ta jest stosowana, ale tylko w odniesieniu do tych przedstawicieli mediów, którzy uzyskali akredytację zarządu, czyli wcześniej zgłosili zarządowi zamiar uczestnictwa w obradach.

Należy domniemywać, że 77% badanych emitentów gwarantuje przedstawicielom mediów obecność w obradach walnego zgromadzenia, gdyż spółki te nie zaprzeczyły stosowaniu tej zasady.

#### 4. Zakończenie

Prowadzenie przejrzystej polityki informacyjnej przez emitentów giełdowych – nawet jeżeli wiązałoby się z ponoszeniem dodatkowych kosztów – przynosi w dłuższym okresie wymierne efekty w postaci przewagi konkurencyjnej nad innymi uczestnikami rynku kapitałowego, którzy do kwestii relacji inwestorskich przywiązują niewielką wagę. Spółki, które budują efektywne relacje inwestorskie, stosują szeroki wachlarz działań, począwszy od ujawniania obowiązkowych, kompletnych i wysokiej jakości informacji wymaganych przez Ustawę o rachunkowości oraz Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, poprzez przestrzeganie dobrych praktyk

<sup>3</sup> Chodzi tu m.in. o Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. [22].

rekomendowanych przez Radę Giełdy, a skończywszy na prowadzeniu otwartej komunikacji z interesariuszami z wykorzystaniem nowoczesnych narzędzi elektronicznych.

Budowanie efektywnych relacji inwestorskich przez emitenta giełdowego w konsekwencji może zaowocować wzrostem zainteresowania ze strony inwestorów. Spółka, która rzetelnie i w sposób wiarygodny przedstawia obraz swojej aktualnej sytuacji ekonomicznej oraz perspektywy rozwoju, może być wyżej oceniana przez inwestorów, co z kolei w dalszym etapie przekłada się na zmniejszenie kosztów pozyskania kapitału [14, s. 1553-1583; 21, s. 42]. Jednak skuteczność zarządzania relacjami z inwestorami zależy od tego, czy problem ten zostanie ujęty w strategii przedsiębiorstwa, co w dalszej kolejności będzie się wiązało z przyjęciem odpowiedniego programu oraz budżetu środków przeznaczonych na realizację założonej strategii wspierania komunikacji pomiędzy spółką a obecnymi oraz potencjalnymi dawcami kapitału [7, s. 1-4].

Uzyskane w toku badania wnioski dowodzą prawdziwości hipotezy badawczej sformułowanej w części trzeciej artykułu. Polscy emitenci giełdowi są świadomi, jak ważne jest prowadzenie otwartej i efektywnej komunikacji z inwestorami, jednak nie każdy emitent czyni to w pełni lub w sposób określony standardami. To, że istnieje taka świadomość, potwierdza fakt, iż podmioty, które nie przestrzegały niektórych zasad, z reguły podawały powody odstąpienia. To, że nie wszyscy emitenci w pełni lub w sposób określony standardami budują relacje z inwestorami, znajduje odzwierciedlenie w następujących zaniechaniach z ich strony: 67% podmiotów nie transmituje obrad walnego zgromadzenia z wykorzystaniem sieci Internet w czasie rzeczywistym, nie rejestruje jego przebiegu i nie upublicznia go na stronie internetowej; 37% podmiotów nie udostępnia w swoim internetowym serwisie inwestorskim pytań akcjonariuszy dotyczących spraw objętych porządkiem obrad wraz z odpowiedziami na nie; 30% podmiotów nie zapewnia funkcjonowania korporacyjnej strony internetowej w języku angielskim, w zakresie opisanym w dobrych praktykach. Odstępstwa te dotyczą również innych problemów związanych z niepełnym wykorzystaniem w komunikacji z inwestorami potencjału korporacyjnych stron internetowych jako platformy do prezentacji dokonań oraz ujawniania perspektyw na przyszłość. Kwestie te poruszane są jednak w wielu opracowaniach naukowych, m.in.: W. Aerts, D. Cormiera, I.M. Gordona, M. Magnana, L. Bollena, H. Hassinka, G. Bozica, M. Ledoux, C. Marston i A. Polei [1, s. 159-194; 4, s. 273-298; 8, s. 1-24; 17, s. 285-311].

## Literatura

- [1] Aerts W., Cormier D., Gordon I. M., Magnan M., *Performance Disclosure on the Web: an Exploration of the Impact of Manager's Perceptions of Stakeholder Concerns*, "The International Journal of Digital Accounting Research" 2006, vol. 6(12).

- [2] Aluchna M., *Doświadczenia spółek po roku obowiązywania dokumentu „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW”*, „Przegląd Corporate Governance” 2009, nr 1.
- [3] Berglöf E., Pajuste A., *What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe*, “Oxford Review of Economic Policy” 2005, vol. 21(2).
- [4] Bollen L., Hassink H., Bozic G., *Measuring and Explaining the Quality of Internet Investor Relations Activities: a Multinational Empirical Analysis*, International Journal of Accounting Information Systems” 2006, vol. 7.
- [5] Brown I., *Getting a Grip on Investor Relations*, “Directors and Boards” 1994, vol. 19.
- [6] Campbell K., Jerzemska M., Najman K., *Corporate Governance Challenges in Poland: Evidence from “Comply or Explain” Disclosures*, “Corporate Governance” 2009, vol. 9(5).
- [7] Coffin B., Rogers D., *Measuring the ROI of Investor Relations*, 2008, www.ccgir.com, data dostępu: 30.10.2011.
- [8] Cormier D., Ledoux M. J., Magnan, M., *The Use of Web Sites as a Disclosure Platform for Corporate Performance*, “International Journal of Accounting Information Systems” 2009, vol. 10(1).
- [9] De Cleyn S.H., *Compliance of Companies with Corporate Governance Codes: Case Study on Listed Belgian SMEs*, “Journal of Business Systems, Governance and Ethics” 2008, vol. 3(1).
- [10] Dolphin R., *The Strategic Role of Investor Relations*, “Corporate Communications: An International Journal” 2004, vol. 9(1).
- [11] *Dobre praktyki spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych*, Załącznik do Uchwały nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19.05.2010.
- [12] Dyczkowska J., *Prezentacja dokonań spółek giełdowych inwestorom zagranicznym*, [w]: *Rachunek kosztów i pomiar dokonań*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 182, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- [13] Dyczkowska J., *The Scope of Financial and Nonfinancial Information Presented to Foreign Investors by Publicly Quoted Construction Companies*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2011, nr 63(119), Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
- [14] Easley D., O’Hara M., *Information and the Cost of Capital*, „Journal of Finance” 2004, vol. 59(4).
- [15] *Guidance for Investor Relations Practitioners on the UK Corporate Governance Code*, IR Society 2010.
- [16] *Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.
- [17] Marston C., Polei A., *Corporate Reporting on the Internet by German Companies*, “International Journal of Accounting Information Systems” 2004, vol. 5.
- [18] Marston C., Straker M., *Investor Relations: a European Survey*, “Corporate Communications: An International Journal” 2001, vol. 6(2).
- [19] Niedziółka D., *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008.
- [20] *Regulamin Giełdy*, tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1.01.2010.
- [21] Rikanovic M., *Corporate Disclosure Strategy and the Cost of Capital – an Empirical Study of Large Listed German Corporations*, Dissertation no. 3105 of the University of St. Gallen, D-Druck-Spescha, St. Gallen 2005.
- [22] *Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim*, DzU 2009, nr 33, poz. 259.
- [23] <http://naszmodel.gpw.pl>, data dostępu: 15.11.2011.

## CREATING INVESTOR RELATIONS BY POLISH PUBLICLY QUOTED COMPANIES FOLLOWING THE REGULATIONS

**Summary:** In a wider perspective corporate governance code determines relations of stock issuers with market environment whereas in a narrower one it concerns ways of creating effective relations with current or potential investors. Companies which follow a code of best practices in the field of communication with shareholders are perceived as trustworthy ones. They conduct effective and transparent information policy and employ modern tools of electronic communication. Long-term policy of building investor relations, which is incorporated into a corporate strategy, renders benefits both to investors and to stock issuers. Investors recognize such companies as safe because they protect interests of shareholders and thus generate lower investment risk. A company which takes care of good communication with investors is more competitive than others what reduces its cost of capital. In this context the paper validates a thesis that although capital market participants become generally more aware of investor relations some Polish publicly listed companies still do not follow standards recommended by the Warsaw Stock Exchange Supervisory Board.

**Keywords:** communication, corporate governance, investor relations, information disclosure.