

Artur Sajnog*

Relacje inwestorskie w polskich i niemieckich spółkach giełdowych

Wstęp

Dynamicznie zmieniające się w ostatnich latach otoczenie rynkowe oraz silna konkurencja na europejskim rynku kapitałowym wymuszają na spółkach giełdowych coraz większą dbałość o odpowiednią jakość polityki informacyjnej, która nabiera szczególnego znaczenia w perspektywie *corporate governance*. Działania z zakresu relacji inwestorskich i polityki informacyjnej spółek giełdowych wpływać mogą bowiem m.in. na zwiększenie zaufania i reputacji przedsiębiorstwa, redukcję kosztu kapitału czy wyższą płynność akcji i wycenę rynkową spółki. Obserwacje spółek giełdowych na przełomie ostatnich lat wskazują na znaczący rozwój relacji inwestorskich, który niewątpliwie wywołany został wpływem nowoczesnych technologii informatycznych, w głównej mierze Internetu. Serwis internetowy poświęcony relacjom inwestorskim, stanowić może tym samym ważny kanał komunikacji spółki z jej interesariuszami.

Zasadniczym celem opracowania jest zbadanie stopnia zróżnicowania jakości internetowych stron relacji inwestorskich, tworzonych przez polskie i niemieckie spółki giełdowe. Bezpośrednią przesłanką poczynionej analizy komparatywnej jest upowszechnienie i promowanie najlepszych standardów komunikacji z inwestorami, stricte powiązanie polskich kanonów z najlepszymi wzorcami zachodnimi. Dla realizacji tak postawionego celu sformułowano hipotezę badawczą, stanowiącą, iż strategię polskich przedsiębiorstw, w odróżnieniu od spółek niemieckich, cechuje niska jakość stosowania dobrych praktyk *corporate governance* oraz polityki informacyjnej, związanej z kształtowaniem relacji inwestorskich.

Zaprezentowane w artykule wyniki badań odnoszą się do spółek giełdowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wchodzących w skład indeksu WIG30 oraz spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych we Frankfurcie nad Menem z indeksu DAX. Analizą objęto 60 spółek zakwalifikowanych do obydwu indeksów na dzień 1 marca 2015 r. Dane empiryczne do badań zostały

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41, 90-214 Łódź, artursajnog@interia.pl

zaczepnięte z polskich i niemieckich giełdowych serwisów internetowych. Z kolei ocenę jakości serwisów internetowych badanych spółek przeprowadzono za pomocą metody jakościowo-heurystycznej według Helge Clausena. W ramach prowadzonego postępowania badawczego wybrano zespół cech formalnych i treściowych (częściowo obligatoryjnych), stanowiących określoną bazę kryteriów oceny polityki informacyjnej i relacji inwestorskich, które korespondują z dobrymi praktykami rekomendowanymi m.in. przez GPW w Warszawie.

Artykuł współfinansowany ze środków pozyskanych w ramach dotacji celowej na działalność związaną z prowadzeniem badań naukowych służących rozwojowi młodych naukowców oraz uczestników studiów doktoranckich.

1. Istota relacji inwestorskich w polityce informacyjnej spółek giełdowych

Zarządzający przedsiębiorstwem, chcąc stworzyć, utrzymać bądź wzbogacić relacje spółki z otoczeniem rynkowym, muszą przede wszystkim wziąć pod uwagę jakość komunikacji zewnętrznej (z inwestorami, multiplikatorami¹ i pozostałymi interesariuszami) oraz wewnętrznej (z pracownikami, radą nadzorczą itd.). Podkreślić należy, iż wśród podstawowych cech przekazywanych komunikatów wymienia się m.in. wiarygodność informacji, ich przydatność, aktualność, porównywalność, zrozumiałość, przetwarzalność, standaryzację oraz czas przekazania i pozyskania [Dziawgo, 2011, s. 93]. Nadto zwraca się uwagę na ekonomiczność informacji, adekwatność prezentacji czy kwestię nastawienia na odbiorcę komunikatu [Sierpińska, 2007, s. 53–56].

Informacja, traktowana jako wiedza niezbędna do osiągnięcia celów organizacji, wymusza na każdym przedsiębiorstwie (organizacji) konieczność prowadzenia określonej polityki informacyjnej, która mieści się w obszarze posiadania efektywnego i kompleksowego systemu generującego jak najbardziej użyteczną informację, powiązaną z działaniami i celami danego podmiotu gospodarczego [Sierpińska, 2007, s. 10]. Informacje stanowią bowiem źródło wiedzy o działaniu przedsiębiorstwa dla różnych grup interesariuszy, zgodnie z ich potrzebami informacyjnymi oraz celami, jakie zamierzają osiągnąć. Odpowiednio prowadzona polityka informacyjna sprzyja budowaniu nie tylko tożsamości wśród pra-

¹ Do tzw. multiplikatorów zaliczyć należy m.in. media, dziennikarzy, potencjalnych inwestorów, ekspertów, doradców inwestycyjnych, agencje ratingowe itp.

cowników, ale przede wszystkim przyczynia się do kreowania wizerunku przedsiębiorstwa w jego otoczeniu.

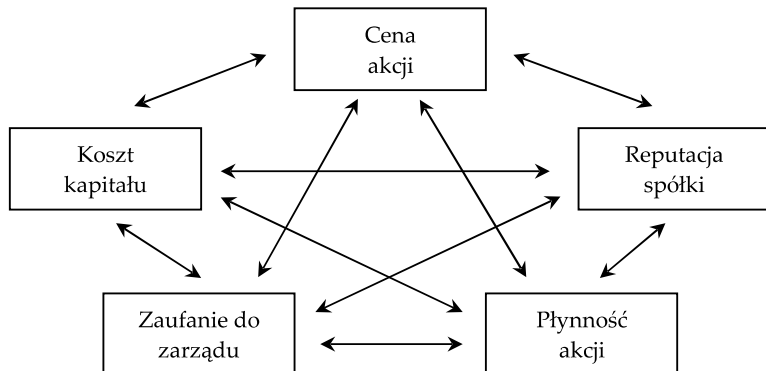
Rozpowszechnianie w środowisku inwestorskim informacji o dokonaniach spółki stanowi podstawowy cel relacji inwestorskich, których główną motywacją w perspektywie *corporate governance* winno być ograniczanie asymetrii informacyjnej, związanej z obecnością spółki na giełdzie [Chang i inni, 2008, s. 375–390]. S. Brown i S. A. Hillegeist wprost stwierdzają, iż występuje negatywna korelacja między jakością ujawnianych informacji a poziomem asymetrii informacyjnej, która wiąże się z rozbieżnością w dostępie interesariuszy przedsiębiorstwa do poszczególnych informacji [Brown, Hillegeist, 2003, s. 1–5]. W literaturze przedmiotu odnaleźć można również odmienne poglądy na temat wpływu jakości informacji na poziom asymetrii informacyjnej i koszt kapitału spółki [Armstrong i inni, 2011, s. 1–40].

W wąskim ujęciu relacje inwestorskie (*Investor Relations* – IR) pojmowane są jako ujawnianie informacji przez przedsiębiorstwo, które wynika stricte z obowiązków informacyjnych, uregulowanych przez prawo [Dziawgo, 2011, s. 17; Niedziółka, 2008, s. 2–4]. Jednakże najczęściej zagadnienie to utożsamia się z systematycznymi działaniami komunikacyjnymi między spółką a jej interesariuszami, na podstawie których istnieje możliwość dokonania oceny działalności i rozwoju przedsiębiorstwa [Marston, 1996, s. 477–488].

Najstarszy instytut relacji inwestorskich – NIRI (National Investor Relations Institute) definiuje relacje inwestorskie jako składnik zarządzania strategicznego, obejmujący finanse, komunikację, marketing i przestrzeganie prawa obrotu papierami wartościowymi, umożliwiającą efektywną komunikację między spółką, społecznością inwestorską i pozostałymi zainteresowanymi stronami i w efekcie przyczyniającą się do rzetelnej wyceny papierów wartościowych przez rynek². Zwraca tym samym uwagę na podstawowe cele i pożądane efekty prowadzenia określonej polityki informacyjnej spółek w obszarze relacji inwestorskich, które w głównej mierze korelują z wartością rynkową przedsiębiorstwa. Rezultat działań z zakresu relacji inwestorskich znajduje bowiem odzwierciedlenie nie tylko w zwiększeniu poziomu zaufania i reputacji spółki, ale także w redukcji kosztu kapitału, wyższej płynności akcji i wycenie przedsiębiorstwa [Niedziółka, 2008, s. 4] – rysunek 1.

² Definicję tą można odnaleźć bezpośrednio na stronie internetowej NIRI [<http://www.niri.org/about/mission.cfm>, dostęp dnia 01.03.2015].

Rysunek 1. Korzyści płynące z relacji inwestorskich



Źródło: [Niedziółka, 2008, s. 17].

W literaturze przedmiotu odnaleźć można pogląd, iż odpowiedzialność za zarządzanie wartością rynkową w spółce giełdowej jest przypisana wręcz relacjom inwestorskim [Ryan i inni, 2005, s. 87–98]. F. P. Seitel, definiując relacje inwestorskie, wskazuje na wysiłki przedsiębiorstwa, mające na celu zniwelowanie luki pomiędzy tym, jak spółka jest postrzegana, a rzeczywistością i tym samym na tworzenie warunków osiągnięcia przez spółkę właściwej ceny rynkowej [Seitel, 2003, s. 504]. Finalnym efektem realizacji polityki informacyjnej spółki winna być zwiększona wartość rynkowa przedsiębiorstwa [Marcus, Wallace, 1997, s. 1]. Właściwie i skutecznie poinformowani inwestorzy i wierzyciele oczekują bowiem niższej premii za zmniejszone ryzyko, co wpływa bezpośrednio na cenę akcji. Nadto zakres ujawnianych informacji przekłada się na większe zainteresowanie ze strony analityków i mediów, zwiększenie płynności, zwiększenie udziału inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie, a docelowo wzrost wyceny rynkowej. W literaturze przedmiotu wskazuje się jednakże, iż owe zależności nie są jednoznaczne i zależą np. od formy ujawnianych informacji [Botosan, Plumlee, 2002, s. 21–40; Bushee, Noe, 2000, s. 171–202; Lang, Lundholm, 1993, s. 246–271; Diamond, Verrechia, 1991, s. 1325–1359; Rawicki, 2011, s. 73].

Z przeprowadzonego badania przez Polski Instytut Relacji Inwestorskich wynika, iż 83% analizowanych spółek wskazuje na istnienie związku pomiędzy jakością relacji inwestorskich a wyceną giełdową spółki, jednakże większość z nich (tj. 69%) nie potrafi określić wysokości tej premii [*Relacje inwestorskie w Polsce...*]. Ponadto jakość relacji inwestorskich ma wpływ na decyzje 83% inwestorów instytucjonalnych o tym, czy

w ogóle zainwestować w akcje danej spółki, przy czym 21% respondentów nadaje relacjom inwestorskim bardzo duże znaczenie. Jednocześnie dla 74% inwestorów jakość relacji inwestorskich ma również wpływ na horyzont inwestowania, a w przypadku 84% z nich jest powodem ograniczenia lub wycofania się z inwestycji w akcje spółki. Inne badania zawartości serwisów inwestorskich wskazują, iż tylko w przypadku 48 z 143 podmiotów kompletność, aktualność i przejrzystość zaprezentowanych pozycji oceniono na poziomie co najmniej umiarkowanym [Dyczkowska, 2012, s. 23–46].

Nie ulega wątpliwości, że inwestorzy, którzy lokują w spółce swoje własne kapitały, oczekują pełnej i rzetelnej informacji o tym, w jaki sposób środki te zostały zainwestowane. Informacje pochodzące ze spółki mają fundamentalne znaczenie przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w zakresie kupna czy sprzedaży akcji. Celem przepływu informacji do inwestorów powinno być zatem przekazanie im informacji o wartości rynkowej spółki [Goodman, 2004, s. 213].

Mając na uwadze zasady *corporate governance*, skupione wokół zgodności z interesem akcjonariuszy, w budowaniu kapitału relacji (reputacji), i tym samym realizacji strategii wzrostu wartości rynkowej, można podkreślić, że spółki powinny zabiegać o jak najwyższą skuteczność i jakość przekazywanych informacji. Program informacyjny spółek zawiera m.in. [Szablewski, 2000, s. 32–33]:

- 1) informacje finansowe (w szczególności wyniki finansowe),
- 2) zdolności kadry zarządzającej (głównie wiedzę i doświadczenie menedżerów organizacji),
- 3) analizy planów przedsiębiorstwa (w tym pozycję strategiczną i strategiczne cele spółki).

Ogólnym celem relacji inwestorskich w spółce giełdowej jest skuteczna komunikacja z określonymi grupami interesariuszy, którzy zainteresowani są uzyskaniem konkretnych, specjalistycznych informacji, dotyczących wyników, planów i funkcjonowania spółki. Do działań w zakresie RI zalicza się przede wszystkim [Bragg, 2013, s. 72]:

- 1) przygotowywanie i publikowanie danych oraz informacji określonych w obowiązkach informacyjnych (regulaminy i dokumenty korporacyjne, raporty okresowe i bieżące),
- 2) prowadzenie spotkań z inwestorami (tzw. *road shows*),
- 3) 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),

- 4) przygotowywanie publikacji prasowych oraz w fachowych portalach i na korporacyjnej stronie relacji inwestorskich oraz
- 5) prowadzenie dwustronnej komunikacji.

Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, opracowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, wskazują na rolę i znaczenie umacniania transparentności spółek giełdowych, poprawę jakości komunikacji spółek z inwestorami, wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy, także w materiałach nieregulowanych przez prawo, a przy tym niestwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nierównoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku [*Dobre praktyki...*].

Zakres ujawnianych informacji zależy głównie od stanowiska zarządów spółek giełdowych, które podejmują określone decyzje w zakresie polityki informacyjnej. W praktyce gospodarczej ma miejsce bagatelizowanie obszaru strategii dla relacji inwestorskich. Istnieje bowiem sporo luk, które wymagają intensywnych prac usprawniających badane procesy, a szereg zagadnień stwarza pole do prowadzenia działań edukacyjnych. Jak wynika z przeprowadzonych badań [*Relacje inwestorskie w praktyce...*], działania w obszarze relacji inwestorskich podejmowane przez spółki notowane na polskim rynku kapitałowym mają w dużej mierze charakter niezaplanowanych, ad hoc, związanych z bieżącymi potrzebami – a więc siłą rzeczy nie uwzględniają możliwości i korzyści, jakie daje konsekwentne planowanie i działanie długoterminowe. Jedynie 9% spółek prowadzi regularne działania z zakresu relacji inwestorskich, a blisko 70% nie uwzględnia ich w swoich strategiach. Z badania wynika ponadto, że posiadanie strategii komunikacji skierowanej do inwestorów jest czymś, bez czego pracują spółki, niezależnie od stażu na rynku, obrotów, wielkości czy rynku, na którym notowane są ich papiery wartościowe.

2. Rola nowoczesnych narzędzi komunikacji w relacjach inwestorskich

Dobór narzędzi komunikacji oraz wybór zakresu treści informacji przekazywanych w ramach relacji inwestorskich spółki giełdowej jest uzależniony od odbiorcy komunikatu, czyli określonej grupy interesariuszy przedsiębiorstwa (tablica 1).

Nie ulega wątpliwości, że w dobie rozwoju technologii (w tym Internetu) obok tradycyjnych form komunikacji z interesariuszami (np. spotkań, prezentacji, konferencji prasowych, rozmów telefonicznych, korespondencji pocztowej itp.), w relacjach inwestorskich coraz częściej wykorzystuje się elektroniczne (internetowe) narzędzia komunikacji spółki z rynkiem. Wśród nich wymienić należy m.in. pocztę elektroniczną (e-mail) i listy mailingowe, newsletter, telekonferencje i wideokonferencje, nagrania audio i wideo (prezentacje), kanał RSS, portale społecznościowe (tzw. *social media*), w tym blog, czat bądź forum oraz strony internetowe relacji inwestorskich spółki.

Tablica 1. Instrumenty relacji inwestorskich w zależności od odbiorcy komunikatu

Analitycy, inwestorzy instytucjonalni	<i>road show</i> , 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
Inwestorzy indywidualni	komunikacja przez maklerów, raporty analityków, obecność w mediach, <i>road show</i> , strona internetowa i listy mailingowe
Media	wywiady, materiały prasowe wysyłane do dziennikarzy, zestawy informacyjne wręczane podczas spotkań, dystrybucja wiadomości do serwisów internetowych przy współudziale analityków, inwestorów i mediów, telekonferencje i konferencje prasowe, strona internetowa i listy mailingowe

Źródło: [Usarkiewicz, 2003, s. 120].

Przesłankami rezygnacji z tradycyjnych kanałów komunikacji stały się niewątpliwie aspekty związane z czasem, kosztochłonnością oraz efektywnością docierania komunikatu od nadawcy do odbiorcy. Z drugiej strony, często przytaczanym efektem stosowania wielu nowoczesnych narzędzi komunikacji jest przejście od dwustronnej do bardziej jednostronnej komunikacji między spółką a interesariuszami. Podkreślić należy, iż profesjonalne wykorzystanie Internetu w relacjach inwestorskich znacząco podnosi jakość procesu komunikacji przedsiębiorstwa z otoczeniem. Wzrasta bowiem przejrzystość dotychczasowych i zamierzonych działań spółki wskutek nie tylko zwiększonej szybkości przekazu

[Kiss, 2001a, s. 89–91], lecz także wzbogaconej różnorodności sposobów przekazania komunikatu [Kuperman, 2000, s. 149–150].

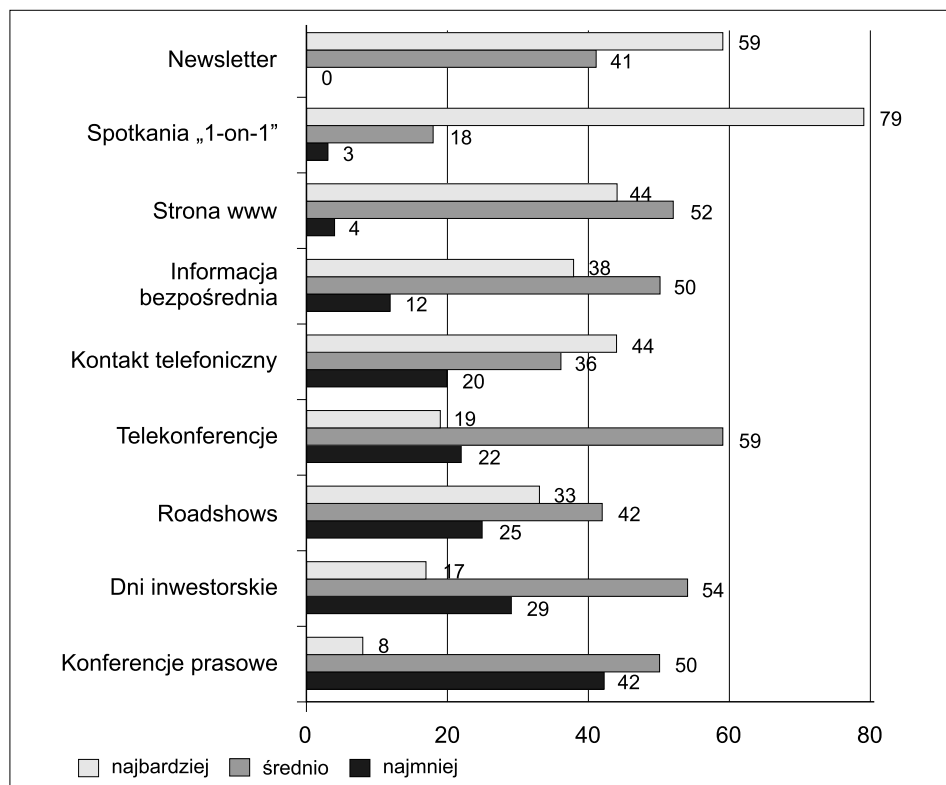
Celem relacji inwestorskich winno być nie tylko prezentowanie danych ekonomiczno-finansowych, ale w głównej mierze realistyczne i obiektywne przedstawienie założeń strategii przedsiębiorstwa dla utrzymania i wzbogacenia kapitału reputacji. Możliwe jest to do osiągnięcia dzięki wiarygodności, szczerości i dwustronnemu dialogowi przedsiębiorstwa z otoczeniem [Kiss, 2001b, s. 26]. Niezwykle istotne staje się zatem zachowanie czytelności, konkretności i wiarygodności informacji, które docierają do interesariuszy drogą poczty elektronicznej, za pomocą newslettera (przybierającego formę tzw. mailingu) lub kanału RSS (*Really Simple Syndication*), będącego narzędziem służącym do automatycznego informowania o nowościach publikowanych na portalu internetowym przedsiębiorstwa.

Spółki akcyjne w swoich strategiach relacji inwestorskich coraz częściej i chętniej decydują się na zamianę komunikacji za pośrednictwem telefonu czy bezpośrednich spotkań na rzecz elektronicznych rozmów z interesariuszami (tele- i wideokonferencje). Ta nowoczesna forma nie tylko daje możliwość wirtualnego uczestniczenia np. w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, ale także podejmowania uchwał w formie tzw. *e-votingu* [Boros, 2004, s. 265–289]. Jednakże niewątpliwie najszybciej rozwijającym się narzędziem komunikacji elektronicznej stały się portale społecznościowe. Wykorzystanie czatów, blogów czy forów internetowych nie tylko skupia interesariuszy wokół spółki (i jej marki), ale buduje także bazę informacji dla tworzących strategię relacji inwestorskich na temat cech inwestorów. Najbardziej znanymi na świecie portalami społecznościowymi, dedykowanymi również społeczności inwestorskiej, są: Twitter, Facebook i YouTube [Dziawgo, 2011, s. 149].

Ważnym elementem komunikacji spółki giełdowej z jej interesariuszami stało się również wykorzystanie szeregu urządzeń elektronicznych (mobilnych), w tym m.in. tabletów (iPadów) oraz smartfonów, łączących funkcje telefonu komórkowego z zarządzaniem informacją osobistą, pocztą elektroniczną, przeglądarką internetową itd. Świadomość spółek giełdowych o możliwościach, jakie niosą za sobą nowoczesne rozwiązania mobilne, winna przekładać się m.in. na dostosowanie stron internetowych do potrzeb zminiaturyzowanych czytników wraz z możliwością pobrania aplikacji na urządzenia mobilne.

Podjmując decyzję o wyborze nowoczesnych form komunikacji, wskazać należy w głównej mierze na oczekiwania inwestorów w zakresie preferowanych kanałów dystrybucji informacji. Jak wynika bowiem z badań ankietowych, prowadzonych wśród polskich i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych (analityków giełdowych), bezpośrednie kontakty ze spółkami, w szczególności spotkania „1-on-1”, stanowią dla 79% respondentów najbardziej preferowaną formę komunikacji. Mimo to inwestorzy równie chętnie wykorzystują elektroniczne źródła informacji, w szczególności newslettery w formie elektronicznej i strony internetowe [Relacje inwestorskie w Polsce...]. Nie odnoszą natomiast zbyt dużych korzyści z kontaktów ze spółkami w czasie konferencji prasowych ani dni inwestorskich (rysunek 2).

Rysunek 2. Preferowane kanały dystrybucji wśród inwestorów (w %)



Źródło: [Relacje inwestorskie w Polsce...].

Podstawy do skutecznej komunikacji spółki z interesariuszami tworzy bez wątpienia Internet, w szczególności witryna relacji inwestorskich.

Wśród wielu użytkowników strona internetowa kojarzona jest z obowiązkowymi informacjami finansowymi i niefinansowymi, określonymi przez przepisy prawa. Regulacje prawne niewątpliwie pełnią kluczową rolę dla serwisu relacji inwestorskich, gdyż formułują standardy polityki informacyjnej prowadzonej przez spółki w odniesieniu zarówno do zakresu publikowanych informacji, jak i sposobu ich dostarczania na rynek [Aluchna, 2013, s. 76]. Przedstawiciele praktyki gospodarczej wskazują jednakże, iż polityka informacyjna nie może być ograniczona do biernego kontaktu z rynkiem, czyli publikacji jedynie wymaganych prawem raportów czy też aktualizacji informacji na stronie internetowej. Uczestnicy oczekują bowiem użytecznych i kompletnych informacji, nie tylko pozytywnych i optymistycznych, ale również tych, które wskazują na potencjalne zagrożenia bądź ryzyko [*Wiarygodność danych...*]. Niewątpliwym atutem w tym zakresie jest kwestia standaryzacji informacji prezentowanych na internetowej stronie relacji inwestorskich.

W warunkach działania polskich spółek mamy do czynienia z procesem harmonizacji prawa Unii Europejskiej, w której za ważny element uznano kształtowanie przejrzystości wśród przedsiębiorstw giełdowych oraz budowanie ram raportowania. W efekcie polityka informacyjna jest osadzona w rozporządzeniach ministerialnych, regulacjach obowiązujących w Unii Europejskiej oraz rozporządzeniach Komisji Europejskiej [Aluchna, 2013, s. 76–77]. Na bazie tych doświadczeń GPW w Warszawie rekomenduje, iż 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 informacji. Nadto, korzystając w jak najszerszym stopniu z tych metod, spółka powinna w szczególności prowadzić swoją stronę internetową, o zakresie i sposobie prezentacji wzorowanym na modelowym serwisie relacji inwestorskich, oraz zapewnić odpowiednią komunikację z inwestorami i analitykami, wykorzystując w tym celu również nowoczesne metody komunikacji internetowej [*Dobre praktyki...*].

Według wskazań GPW modelowa witryna internetowa prezentująca zawartość serwisu IR powinna, oprócz informacji określonych prawnie, zawierać m.in.: podstawowe dokumenty korporacyjne (w tym statut i regulaminy organów spółki), życiorysy zawodowe członków organów spółki, raporty bieżące i okresowe, ważne komunikaty dla akcjonariuszy (wraz z pytaniami i odpowiedziami), zapis przebiegu obrad walnego

zgromadzenia (w formie audio lub wideo), informacje na temat zdarzeń korporacyjnych, oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego itd. [*Dobre praktyki...*]. Spółka powinna zapewnić funkcjonowanie swojej strony internetowej również w języku angielskim.

3. Ocena jakości internetowego serwisu relacji inwestorskich w spółkach z indeksów WIG30 oraz DAX

Ocena jakości serwisów internetowych jest zadaniem trudnym do przeprowadzenia, gdyż kryteria oceny niejednokrotnie dobierane są w sposób subiektywny, indywidualny. W przypadku tradycyjnych witryn internetowych zespół stosowanych kryteriów oceny zależy od specyfiki danego serwisu internetowego czy konkretnej branży. Mimo iż obserwuje się ciągły trend rozwoju metodologii badań nad witrynami internetowymi, wskazać należy na kilka uznanych i wykorzystywanych zestawów kryteriów oceny ich jakości, w tym m.in.:

- 1) S. Barnes i R. Vidgena, którzy wykorzystują kryteria użyteczności, jakości informacji, jakości interakcji i ogólnego wrażenia [Barnes, Vidgen, 2003, s. 297–309],
- 2) J. Mayzela, wyróżniającego dokładność, kompetencję, obiektywność, aktualność i wygląd [Marjak, 2008, s. 355–367],
- 3) W. Chmielarza, podkreślającego dostępność, wizualizację i funkcjonalność [Chmielarz, 2011, s. 30–44],
- 4) M. Zborowskiego, zwracającego uwagę na ogólny wygląd witryny, umiejscowienie elementów, nawigowanie po witrynie, funkcjonalność i cel strony internetowej [Zborowski, 2013, s. 118–138] oraz
- 5) A. Smitha, który nakazuje ocenić treść, zawartość, grafikę i multimedia, cel i odbiorców, recenzje i opinie, użyteczność, a także cenę witryny internetowej [Smith, 1997, s. 5–10].

Bogactwo katalogów ogólnych kryteriów oceny stron internetowych nie pozwala jednakże na wybór jednego zestawu parametrów, który umożliwiłaby uniwersalne i rzetelne badanie.

W literaturze przedmiotu wskazuje się głównie na trzy metody służące ocenie serwisów internetowych, opracowane przez H. Clausena, w tym metodę stosowania automatycznych procedur, statystyczną oraz jakościowo-heurystyczną [Clausen, 1999, s. 83–7]. W opracowaniu posłużono się ostatnią z wymienionych, za pomocą której ocenia się wybraną grupę cech formalnych bądź treściowych informacji, prezentowanych na stronie internetowej. Główne kryterium oceny stanowiła zbieżność

z określonymi standardami, rekomendowanymi w ramach dobrych praktyk przez GPW w Warszawie. W ramach postępowania badawczego wyodrębniono 15 zbiorczych kryteriów oceny spółek giełdowych (tablica 2), przy założeniu, że w ramach jednego kryterium badana strona internetowa spółki mogła uzyskać od jednego do kilku punktów. Badaniu towarzyszyła zasada, iż za każdą odpowiedź „tak” spółka otrzymywała 1 punkt, za odpowiedź „nie” – 0 punktów. Liczba możliwych punktów do zdobycia wyniosła maksymalnie 50.

Tablica 2. Ocena skuteczności działań w obszarze relacji inwestorskich* na bazie oceny jakości stron www spółek z indeksu WIG30 oraz DAX (w %)

Lp.	Kryteria oceny	WIG30	DAX
1	Informacje o spółce (misja, strategia, zarząd, rada nadzorcza)	92,2	88,9
2	Dokumenty korporacyjne (statut, regulaminy)	95,0	100,0
3	Akcje spółki (akcjonariat, prospekt emisyjny, notowania)	74,4	98,3
4	Raporty (bieżące, okresowe, roczne – aktualne i archiwalne)	97,5	100,0
5	Informacje finansowe (podstawowe, wskaźniki, linki)	78,9	100,0
6	Komunikaty (finansowe, komentarze, prognozy)	82,5	100,0
7	Prezentacje (inwestorskie, dla analityków, centra prasowe)	75,8	100,0
8	Multimedia (nagrania audio i wideo, webcasty)	66,7	100,0
9	Kalendarium (kalendarze finansowe i dla inwestorów)	96,7	100,0
10	Corporate governance (oświadczenie, działań)	91,7	100,0
11	Interaktywność (newsletter, sekcja FAQ, kanał RSS)	55,0	81,7
12	Kontakt z działem RI (telefon, e-mail, formularz kontaktowy)	85,8	90,0
13	Dostępność strony w języku obcym (angielskim lub innym)	56,7	51,7
14	Social media (Facebook itp.), fora i blogi	50,0	91,7
15	Dostosowanie do urządzeń mobilnych (aplikacja mobilna)	13,3	60,0

* Skuteczność wyrażona została przez porównanie sumy uzyskanej liczby punktów do maksymalnie możliwej za dane kryterium oceny.

Źródło: Opracowanie własne.

Przeprowadzona ocena jakości serwisów internetowych wskazuje, iż niemieckie spółki osiągały lepsze wyniki aniżeli polskie przedsiębiorstwa (tablica 2). Oprócz ogólnych, powszechnych informacji (władze spółki, dokumenty korporacyjne, raporty bieżące i okresowe, informacje finansowe, dział *corporate governance*, komunikaty itd.) spółki z indeksu DAX zamieszczały bardzo często inne ważne i interesujące dla inwestorów materiały, jak prezentacje, multimedia, kalendarze, webcasty itp. Warto zwrócić uwagę zarówno na dużą skuteczność marketingu komunikacyjnego (kontakt z biurem RI, newsletter, sekcja FAQ), jak i możliwość wykorzystania urządzeń mobilnych.

Analiza danych dotyczących polskich spółek giełdowych dowiodła, iż polityka informacyjna i standardy jakości ich stron internetowych jawią się wciąż jako niewystarczające. Wyniki badań potwierdzają, iż do najchętniej ujawnianych informacji przez spółki z indeksu WIG30 należały informacje o spółce, dokumenty korporacyjne, raporty, kalendarium wydarzeń oraz materiały z działu *corporate governance* wraz z oświadczeniem o stosowaniu dobrych praktyk. Niewątpliwie największą słabością polskich spółek giełdowych jest niechęć do wychodzenia ponad to, czego wymagają przepisy prawa.

Na podstawie oceny jakości relacji inwestorskich można wskazać, iż badane spółki z obydwu indeksów na swych stronach internetowych zamieszczały informacje o realizowanej strategii, jednakże często bez określenia misji czy wizji organizacji. Tylko jedna trzecia spółek z indeksu DAX podała pełny zakres takich informacji. Kolejnym ważnym mankamentem, w szczególności w ocenie spółek z indeksu WIG30, okazał się brak dokładnych informacji dotyczących zmiany akcjonariatu i historycznych operacji na akcjach. Trudnym zadaniem stało się również odnalezienie prospektów emisyjnych oraz oferty publicznej akcji.

Jak wynika z przeprowadzonych badań, spółki z indeksu WIG30 znacznie rzadziej umieszczały na swych stronach internetowych multimedia w formie telekonferencji, wideokonferencji czy nagrań audio i wideo, ponadto niewiele z nich umożliwiała zapisanie się na newsletter czy subskrypcję kanału RSS. O ile polskie spółki podawały dane kontaktowe osób z działu RI (numer telefonu, e-mail, imię i nazwisko), spółki z indeksu DAX prezentowały dodatkowo zdjęcia osób odpowiedzialnych za kontakt z działem RI, umożliwiały pobranie elektronicznej wizytówki (tzw. *vCard*) oraz częścię zamieszczały gotowy formularz kontaktowy.

Wszystkie analizowane serwisy internetowe dostępne były w wersji angielskiej, ale w przypadku jednej spółki (Henkel) nie było możliwości przełączenia się na język angielski bezpośrednio z portalu. Niektóre spółki umożliwiały korzystanie z serwisu internetowego także w innym języku aniżeli angielski. Do grupy tych podmiotów zaliczyć należy: BZ WBK (dodatkowo język hiszpański), Grupa Azoty (niemiecki), Kernel (rosyjski), LPP (niemiecki, rosyjski), oraz Deutsche Börse (dodatkowo język rosyjski i chiński), Infineon Technologies (japoński i chiński). Odnotowano niestety wiele przypadków niekompletności zawartości i treści stron w języku obcym.

Niewątpliwie największe różnice między polskimi a niemieckimi spółkami zaobserwowano w obszarze wykorzystania najszybciej rozwijających się narzędzi komunikacji elektronicznej w postaci tzw. *social media* oraz aplikacji mobilnych. Przeprowadzone badania potwierdzają, iż tylko połowa spółek z indeksu WIG30 na stronach internetowych umożliwia dostęp do portali społecznościowych, wśród których znajdowały się głównie Facebook i YouTube, niekiedy również Twitter, Instagram, GoldenLine czy LinkedIn. Wymienić także należy przykłady blogów i forów internetowych, w tym m.in. Bank Pomysłów BZWBK, Bankowym okiem PKOBP, czy Blog ekspertów PZU. Z kolei wśród niemieckich spółek najczęściej wykorzystywanymi portalami społecznościowymi były: Twitter, Facebook, YouTube, Xing oraz LinkedIn.

Możliwość pobrania aplikacji mobilnej na tablet bądź smartfon oferowało aż 18 spośród 30 badanych spółek z indeksu DAX, z kolei wśród polskich spółek odnotowano jedynie cztery przypadki takich rozwiązań, tj. w ENEA, JSW, PGE oraz Tauron. Ostatnia z wymienionych spółek zasługuje na szczególną uwagę, gdyż strona internetowa tego przedsiębiorstwa uznana została za najlepszą, uzyskując 47 punktów na 50 możliwych (tablica 3).

Za kryteria, które nie zostały w pełni spełnione przez spółkę Tauron uznano brak szczegółowych informacji o historii operacji na akcjach, brak dostępu do dedykowanych forów internetowych oraz niedostateczną wersję obcojęzyczną, w tym wyłącznie język angielski. W przedstawionym rankingu, tuż za spółką Tauron, uplasowały się trzy banki – mBank, PKOBP oraz Pekao. Najgorzej zaś wypadła spółka Kernel, w której odnotowano znaczące niedostatki w zakresie nie tylko prezentacji, multimedii, portali społecznościowych czy rozwiązań mobilnych, ale także dokumentów korporacyjnych, komunikatów oraz notowań akcji.

Tablica 3. Ranking spółek z indeksu WIG30 oraz DAX na podstawie oceny jakości stron internetowych dedykowanych relacjom inwestorskim

Lp.	WIG30			DAX		
	Spółki	Pkt	%	Spółki	Pkt	%
1	Tauron	47	94	Bayer	49	98
2	mBank	46	92	Deutsche Post	49	98
3	PKO BP	46	92	Linde	49	98
4	Pekao	45	90	Deutsche Bank	48	96
5	Bogdanka	44	88	Deutsche Telekom	48	96
6	BZ WBK	44	88	INF. Technologies	48	96
7	Energa	44	88	K+S	48	96
8	Grupa AzotY	44	88	Merck	48	96
9	CCC	43	86	Siemens	48	96
10	Enea	43	86	Volkswagen	48	96
11	PKN Orlen	43	86	Allianz	47	94
12	Boryszew	42	84	BASF	47	94
13	JSW	42	84	Beiersdorf	47	94
14	PGE	42	84	Continental	47	94
15	Orange	41	82	Daimler	47	94
16	Cyfrowy Polsat	40	80	Deutsche Börse	47	94
17	PGNiG	40	80	E.ON	47	94
18	KGHM	39	78	Lanxess	47	94
19	TVN	39	78	Münchener Rück	47	94
20	Asseco Poland	37	74	Adidas	46	92
21	Lotos	37	74	BMW	46	92
22	PZU	36	72	Lufthansa	46	92
23	Alior	35	70	Thyssenkrupp	46	92
24	Eurocash	35	70	Heidelbergcement	45	90
25	GTC	35	70	SAP	45	90
26	Handlowy	34	68	Fresenius	44	88
27	LPP	32	64	RWE	44	88
28	Synthos	31	62	Commerzbank	43	86
29	ING	29	58	Fres. Medical Care	43	86
30	Kernel	27	54	Henkel	43	86

Mając na uwadze wyniki oceny jakości stron internetowych poświęconych relacjom inwestorskim, wskazać należy, iż spółki z indeksu DAX uzyskały bardzo podobne wyniki, co ważne – bliskie modelowemu ujęciu. Na czele opracowanego rankingu, z wynikiem 49 punktów, znalazły się trzy spółki – Bayer, Deutsche Post oraz Linde, którym w ocenie odjęto wyłącznie jeden punkt za brak dostępności strony w innym obcym języku aniżeli angielski. Najniższej oceniono zaś spółkę Henkel za niedoskonałości w obszarze interaktywności, kontaktu z działem RI oraz *social media* (brak newslettera, kanału RSS, formularza kontaktowego oraz dedykowanych blogów i forów internetowych).

Zakończenie

Rozważania teoretyczne oraz zaprezentowane wyniki badań empirycznych wskazują na ciągłą potrzebę promowania dobrych wzorców relacji inwestorskich, stanowiących o jakości komunikowania się przedsiębiorstwa z jego otoczeniem. Jakość relacji inwestorskich winna być poddawana cyklicznej ocenie i dostosowywana do istniejących rozwiązań w tym zakresie, panujących na doświadczonych rynkach kapitałowych. Przeprowadzona ocena serwisów internetowych poświęconych relacjom inwestorskim w wybranych polskich i niemieckich spółkach giełdowych wskazuje na znaczące różnice jakościowe pod względem zawartości informacji, ich dokładności, dostępności, wizualizacji czy funkcjonalności. Spółki giełdowe z indeksu WIG30 uzyskały w ocenie średnio ponad 39 punktów, zaś spółki z indeksu DAX blisko 47 punktów na 50 możliwych. Obliczona statystyka potwierdza zatem przypuszczenie niskiej dyscypliny stosowania przez polskie spółki giełdowe dobrych praktyk *corporate governance* oraz słabości polityki informacyjnej. Ważny podkreślenia jest również fakt, iż przeprowadzone badanie dotyczyło największych spółek, które notują wyższą jakość relacji inwestorskich z racji większych możliwości finansowania komunikacji z inwestorami, jak i większej presji otoczenia rynkowego.

Nie ulega wątpliwości, iż jakość relacji inwestorskich w Polsce znacząco się poprawia, zarówno w odniesieniu do zawartości stron internetowych, jak i zamieszczanych treści. Szczególnie ważnym kierunkiem zmian obserwowanym w ostatnich czasach jest prezentowanie nie tylko obligatoryjnych informacji i materiałów, ale przede wszystkim oczekiwanych i użytecznych dla interesariuszy. Priorytetowe staje się jednakże zastępowanie tradycyjnych form i narzędzi komunikacji nowoczesnymi

rozwiązaniami technologicznymi, które dają szansę spółkom dotarcia do ogromnej grupy odbiorców na całym świecie przy relatywnie niższych kosztach komunikacji.

Literatura

1. Aluchna M. (2013), *Wykorzystanie internetu w kształtowaniu relacji inwestorskich*, e-mentor, nr 5(52), <http://www.e-mentor.edu.pl/arttykul/index/numer/52/id/1066>, dostęp dnia 01.03.2015.
2. Armstrong Ch. S., Core J. E., Taylor D. J., Verrecchia R.E (2011), *When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 49, No. 1.
3. Barnes S., Vidgen R. (2003), *Measuring Web Site Quality Improvements: A Case Study of the Forum on Strategic Management Knowledge Exchange*, „Industrial Management & Data Systems”, Vol. 103, No. 5.
4. Boros E. (2004), *Virtual shareholder meetings: Who decides how companies make decisions?*, „Melbourne University Law Review”, Vol. 28, No. 2.
5. Botosan Ch., Plumlee, M. (2002), *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 40, No. 1.
6. Bragg S. (2012), *The investor relations guidebook*, Accounting Tools, Centennial.
7. Brown S., Hillegeist S. A. (2003), *Disclosure quality and information asymmetry*, Kellogg School of Management, Evanston.
8. Bushee B., Noe C. (2000), *Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 38 (suplement).
9. Chang M., D’Anna G., Watson I., Wee M. (2008), *Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?*, „Australian Journal of Management”, Vol. 33, No. 2.
10. Chmielarz W. (2011), *Analiza i ocena wybranych internetowych sklepów spożywczych*, „Problemy Zarządzania. Zastosowania systemów informatycznych zarządzania”, nr 1.
11. Clausen H. (1999), *Evaluation of library Web sites: the Danish case*, „The Electronic Library”, Vol. 17, No. 2.
12. Diamond D., Verrecchia W. (1991), *Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital*, „The Journal of Finance”, Vol. 46, No. 4.
13. *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 r., <http://www>.

- corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_16_11_2012.pdf, dostęp dnia 01.03.2015.
14. Dyczkowska J. (2012), *Ocena punktowa jakości ujawnień finansowych dokonywanych przez emitentów giełdowych za pośrednictwem korporacyjnych serwisów inwestorskich*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, Vol. 69, No. 125.
 15. Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie. Ewolucja – Funkcjonowanie – Wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
 16. Goodman M. B. (2004), *Today's Corporate Communication Function*, w: *Handbook of Corporate Communication and Public Relations*, Oliver S. M. (red.), Routledge, London-New York.
 17. Kiss P. (2001a), *e-Investor Relations – Internet als ideales Medium für effizientere Finanzkommunikation*, Going Public Magazin, München.
 18. Kiss P. (2001b), *Investor Relations im Internet. Eine theoretische und praktische Analyse*, Going-Public-Media, Wolfratshausen, München.
 19. Kuperman J. C. (2000), *The Impact of the Internet on the Investor Relations Activities of Firms*, „Journal of Communication Management”, Vol. 5, No. 2.
 20. Lang M., Lundholm R. (1993), *Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 31, No. 2.
 21. Marjak H. (2008), *Metody oceny i walidacji stron internetowych. Innowacje i innowacyjność w sektorze agrobiznesu*, „Prace Naukowe SGGW”, nr 45.
 22. Marcus B. W., Wallace S. L. (1997), *New Dimensions in Investor Relations: Competing for Capital in the 21 st Century*, John Wiley & Sons, New York.
 23. Marston C. (1996), *The organisation of the investor relations functioning by large UK quoted companies*, „Omega”, No. 14.
 24. Niedziółka D. A. (2008), *Relacje inwestorskie*, WN PWN, Warszawa.
 25. Rawicki T. (2011), *Tworzenie wartości dla akcjonariuszy przez relacje inwestorskie*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, nr 4.
 26. *Relacje inwestorskie w Polsce. Wyniki ankiety przeprowadzonej przez PIRI*, http://i.wp.pl/a/f/pdf/9105/piri_2_new.pdf, dostęp dnia 01.03.2015.
 27. *Relacje inwestorskie w praktyce. Raport z ogólnopolskiego badania spółek, których akcje lub obligacje są notowane na GPW, NewConnect lub Catalyst*, <https://www.msp.gov.pl/pl/media/aktualnosci/27948,MSP-publikuje-raport-Relacje-inwestorskie-w-praktyce.html>, dostęp dnia 01.03.2015.
 28. Ryan T., Jacobs Ch., Hoboken N. (2005), *Using investor relations to maximize equity valuation*, John Wiley and Sons, New York.

29. Seitel F. P. (2003), *Public relations w praktyce*, Felberg SJA, Warszawa.
30. Sierpińska M. (2007), *System raportowania wyników w controllingu operacyjnym*, VIZJA PRESS&IT, Warszawa.
31. Smith A. (1997), *Testing the Surf: Criteria for Evaluating Internet Information Resources*, „The Public-Access Computer Systems Review”, Vol. 8, No. 3.
32. Szablewski A. (2000), *Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji*, w: *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Szablewski A. (red.), Poltext, Warszawa.
33. Usarkiewicz P. (2003), *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania”, nr 1.
34. *Wiarygodność danych finansowych w kontekście polityki informacyjnej spółki*, VI Kongres Relacji Inwestorskich SEG, Jachranka 4–5 czerwca 2014 r., <http://seg.org.pl/pl/kongres-relacji-inwestorskich-spolek-gieldowych-seg>, dostęp dnia 01.03.2015.
35. Zborowski M. (2013), *Zastosowanie elementów user-experience design w badaniu jakości wybranych serwisów WWW polskich uczelni wyższych o profilu ekonomicznym. Informatyka @ przyszłość*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.

Streszczenie

Wiodącym nurtem badań teoretyczno-empirycznych podjętych w opracowaniu jest komparatywna analiza standardów dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego mających miejsce w tworzeniu internetowych stron relacji inwestorskich przez polskie i niemieckie spółki giełdowe. Przedstawiony cel opracowania realizowany jest w trzech częściach. Rozważania zawarte w części pierwszej zwracają uwagę na istotę relacji inwestorskich jako jednego z ważniejszych generatorów wartości rynkowej spółki. Część druga poświęcona jest analizie nowoczesnych (elektronicznych) narzędzi komunikacji w obszarze relacji inwestorskich oraz wzorcowych rozwiązań w zakresie i sposobie prezentacji zawartości stron internetowych. W części trzeciej zawarto zaś jakościową ocenę serwisów internetowych polskich i niemieckich spółek giełdowych, wchodzących w skład indeksu WIG-30 oraz DAX.

Słowa kluczowe

relacje inwestorskie, Internet, nadzór korporacyjny

Analysis of practices in the area of investor relations in Polish and German listed companies (Summary)

The paper presents a theoretical-empirical study comprising a comparative analysis of the standards of good corporate governance practices in the area of creating investor relations websites, used in Polish and German listed companies. The paper consists of three parts. The first part includes the essence of investor relations, as one of the most important generators of market value of the company. The second part contains the analysis of modern (electronic) communication tools in the area of investor relations and the best practices in the area of creating investor relations websites. The third part contains the results of empirical research on the quality of investor relations websites in Polish and German companies, which are listed on the WIG30 and DAX indices).

Keywords

investor relations, internet, corporate governance