

INVESTOR RELATIONS, CZYLI KOMUNIKACJA PRZEDSIĘBIORSTWA Z RYNKIEM KAPITAŁOWYM

dr Andrzej Kuciński
Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa
Gorzów Wielkopolski

Streszczenie

W niniejszym artykule przedstawiono rozważania na temat relacji inwestorskich, których zadaniem jest dostarczanie wiarygodnych informacji na temat spółki społeczności inwestorskiej. W czasach gwałtownych zmian rynkowych od emitentów wymaga się prowadzenia efektywnej komunikacji, która pozwalałaby zbudować trwałe relacje z uczestnikami rynku kapitałowego. Przyjęty model relacji inwestorskich w spółce powinien odpowiadać wymogom nowoczesnego rynku finansowego. Zasadniczym celem artykułu było omówienie istoty i zakresu relacji inwestorskich, a także próba oceny stanu relacji inwestorskich w polskich spółkach giełdowych. W artykule poszukuje się odpowiedzi na pytania, czy relacje inwestorskie stanowią efektywne narzędzie w budowaniu i utrzymywaniu komunikacji z rynkiem, a także czy obecny kształt relacji inwestorskich wspomaga proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. W artykule obok rozważań teoretycznych zamieszczono aktualne dostępne wyniki badań na temat relacji inwestorskich.

Słowa kluczowe: relacje inwestorskie, rynek kapitałowy, inwestorzy, komunikacja przedsiębiorstwa, spółka.

Wstęp

Nowoczesna, innowacyjna gospodarka wymaga stabilnego rynku finansowego, który zapewniałby stały dostęp do kapitału. Jednocześnie silny i efektywny rynek finansowy nie tylko usprawnia realizację procesów prywatyzacyjnych, restrukturyzacyjnych w gospodarce, ale także przyczynia się do poprawy efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw. Tym samym Giełda Papierów Wartościowych w sposób naturalny została zakotwiczona w systemie gospodarczym, którego domeną stało się postępowanie zgodne z zasadami racjonalnego gospodarowania.

Współczesny rynek kapitałowy stwarza szerokie możliwości w zakresie pozyskania różnorodnych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa. Upublicznienie spółki otwiera drogę do pozyskania kapitału, gdy okazuje się, że dotychczasowe ich źródła stają się zawodne. Przy czym potencjalna możliwość pozyskania kapitału to nie jedyna korzyść wynikająca z bycia spółką publiczną. Status spółki publicznej zwiększa wiarygodność

przedsiębiorstwa, wzmacnia efekt marketingowy podmiotu, zwiększa transparentność działania przedsiębiorstwa, wpływa na kształt relacji podmiotu z otoczeniem. Dzięki upublicznieniu właściciele uzyskują dostęp do rynkowej wyceny przedsiębiorstwa.

Aby móc skorzystać ze wszystkich przywilejów, jakie przysługują spółce publicznej, należy uprzednio przejść dość rygorystyczne wymogi legislacyjne, pokonać różnorodne bariery towarzyszące procesowi IPO (*ang. Initial Public Offering*), zmierzyć się z innymi podmiotami rywalizującymi o ten sam kapitał na rynku, a także zadbać o właściwe relacje spółki z otoczeniem. Odpowiednio prowadzona komunikacja przez przedsiębiorstwo z rynkiem kapitałowym odgrywa istotną rolę w procesie upublicznienia spółki, a także rzutuje na jego ostateczny rezultat.

W zasadzie ogół działań podejmowanych przez spółki publiczne w zakresie komunikacji z otoczeniem inwestorskim określa się mianem relacji inwestorskich (*investor relations*), których znaczenie wzrasta wraz z rozwojem rynku kapitałowego. Model relacji inwestorskich przyjęty przez spółkę powinien odzwierciedlać oczekiwania inwestorów, a przede wszystkim odpowiadać wymogom nowoczesnego rynku finansowego. Właściwie wykształcony model relacji inwestorskich powinien budować pozytywny wizerunek i zwiększać zaufanie inwestorów do spółki. Co za tym idzie, właściwa polityka w zakresie relacji inwestorskich powinna być kluczowym zagadnieniem zarówno dla podmiotów ubiegających się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, jak i dla spółek, których walory są już przedmiotem notowań.

Problematyka relacji inwestorskich wydaje się być zagadnieniem dość mocno zaniedbywanym przez spółki giełdowe, a z drugiej strony dziedziną stosunkowo nową, jeżeli chodzi o realia polskiego rynku kapitałowego. Stąd wymaga się, by relacje inwestorskie wyznaczały nową jakość informacji o spółce giełdowej, a także by dbały o właściwą komunikację na linii spółka – społeczność inwestorska. Bez wątplenia tematyka relacji inwestorskich wymaga większej uwagi ze strony zarządów spółek giełdowych, jak również wypracowania jasnych polityk w zakresie stosowania relacji inwestorskich i ich miejsca w całej strategii przedsiębiorstwa.

Zasadniczym celem artykułu jest omówienie istoty i zakresu relacji inwestorskich oraz próba oceny stanu relacji inwestorskich w polskich spółkach giełdowych. Ponadto w artykule poszukuje się odpowiedzi na temat tego, czy relacje inwestorskie stanowią istotne narzędzie w budowaniu i utrzymywaniu komunikacji z rynkiem. Przeprowadzone rozważania są również próbą uzyskania odpowiedzi na pytanie, czy obecny kształt relacji inwestorskich wspomaga proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. W artykule obok rozważań teoretycznych zamieszczono aktualne dostępne wyniki badań na temat relacji inwestorskich.

Rozdział 1 Pojęcie, istota *Investor Relations*

Koncepcja relacji inwestorskich (IR – *investor relations*) narodziła się w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej w latach 1933-34, kiedy to przyjęto ustawy o papierach wartościowych oraz obrocie papierami wartościowymi¹. Idea relacji inwestorskich w krajach Europy zachodnich została rozpowszechniona po roku 1980 XX w., w Polsce

¹ Por. F. P. Seidel, *Public relations w praktyce*, Warszawa 2003, s. 503.

wdrożona po 1991 r. wraz z reaktywowaniem po wieloletniej przerwie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie². Znaczenie i ranga relacji inwestorskich wyraźnie wzrosła po fali bankructw, które miały miejsce na początku XXI w., w następstwie czego budowanie zaufania pomiędzy spółką a społecznością inwestorską stało się naturalnym zadaniem służb IR.

Pojęcie relacji inwestorskich często łączy się z komunikacją spółki z inwestorami i w tym nurcie z reguły jest ono definiowane. Według *National Investor Relations Institute* relacje inwestorskie „to element zarządzania strategicznego łączący finanse, komunikację, marketing i przestrzeganie prawa obrotu papierami wartościowymi, który umożliwia efektywną, dwustronną komunikację między spółką, społecznością inwestorów i pozostałymi zainteresowanymi stronami, przez co przyczynia się do rzetelnej wyceny papierów wartościowych”³. Z kolei według *London Stock Exchange* relacje inwestorskie to szeroki zakres działań podjętych przez spółkę, pozwalających na sprawną komunikację ze środowiskiem inwestorskim, tj. obecnymi i potencjalnymi inwestorami, analitykami, dziennikarzami, itp. To przede wszystkim dwustronny proces komunikacji zaprojektowany tak, by w sposób zrozumiały, rzetelny informować inwestorów o obecnej sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, jego wynikach oraz perspektywach rozwoju. To świadomie prowadzony dialog, który otwarty jest na spostrzeżenia i opinie ich użytkowników⁴. *Deutscher Investor Relations Verband* relacje inwestorskie definiuje jako ukierunkowaną, systematyczną i ciągłą komunikację z obecnymi i potencjalnymi akcjonariuszami. Innymi słowy, relacje inwestorskie według niemieckiego stowarzyszenia to ciągły dialog, który dostarcza społeczności inwestorów rzetelnych informacji na temat aktualnej działalności, strategii, długoterminowych perspektyw firmy⁵.

Pojęcie relacji inwestorskich w polskiej literaturze wyraźnie odzwierciedla wpływ rozwiązań i zaleceń w tej dziedzinie krajów, które mają za sobą długą historię funkcjonowania rynków finansowych. Według D. A. Niedziółki relacje inwestorskie to „wzajemnie korzystny proces dwustronnej komunikacji spółki z inwestorami i ich środowiskiem opiniotwórczym. Główne cele tej działalności to informowanie inwestorów o działalności spółki, budowanie zaufania, obniżenie kosztu kapitału i osiągnięcie pełnej wyceny spółki”⁶. D. Dziawgo definiuje relacje inwestorskie jako „wykraczającą poza minimalne wymogi prawne dwustronną komunikację o charakterze finansowo-ekonomicznym pomiędzy spółką a społecznością finansową, w szczególności obecnymi i potencjalnymi inwestorami, zorientowaną na realizację określonego przez spółkę celu”⁷.

Z przeglądu i analizy definicji prezentowanych w literaturze polskiej, jak i zagranicznej wyraźnie podkreśla się, iż rolą relacji inwestorskich jest komunikacja, która powinna opierać się na dwustronnym dialogu. Bezsprzecznym wydaje się być to, że głównym zadaniem, jakie przypisano relacjom inwestorskim jest dostarczanie społeczności finan-

2 Por. E. Ostrowska, *Relacje inwestorskie na giełdzie papierów wartościowych*, „Pieniądze i Więź” 2005, nr 1 (26), s. 88.

3 Por. *National Investor Relations Institute (Definition of Investor Relations Adopted by the NIRI Board of Directors, March 2003)*, Vienna, May 2011, www.niri.org.

4 Por. *Investor Relations – A Practical Guide*, London Stock Exchange, London, March 2010, s. 8.

5 Por. *Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.*, Hamburg, Mai 2011, www.dirk.org.

6 Por. D. A. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, Warszawa 2008, s. 4.

7 Por. D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Warszawa 2011, s. 25.

sowej różnorodnych, czytelnych, wiarygodnych informacji o charakterze finansowo-ekonomicznym. Wskazuje się w nich również na pakiet ewentualnych korzyści wynikających z prawidłowo ukształtowanego modelu relacji inwestorskich. Tym samym można uznać, iż „zadaniem *investor relations* jest przekształcać opis emitenta w program korzyści dla akcjonariuszy, budowania z nimi więzi opartych na rzetelnych, dostosowanych do oczekiwań rynku kapitałowego informacjach”⁸.

Ważnym aspektem funkcjonowania relacji inwestorskich jest ich cel, a ten wyrażony jest przede wszystkim przez przyjęty model prowadzonych relacji inwestorskich. W praktyce wyróżnić można tradycyjny i nowoczesny oraz docelowy model relacji inwestorskich⁹. Model tradycyjny często ogranicza się wyłącznie do wypełniania obowiązków informacyjnych nałożonych przez przepisy prawa na spółki publiczne, w ten sposób ogranicza się komunikację do prezentacji okresowych, rocznych sprawozdań finansowych. Nowoczesny model relacji inwestorskich wychodzi poza ramy tradycyjnej komunikacji i prezentacji informacji, dlatego też jego forma daleko wychodzi poza sam proces komunikacji. Nowoczesny kształt relacji inwestorskich tworzony jest głównie z myślą o budowie pozytywnego wizerunku firmy. Co więcej, rozpatrywany model staje się ważnym narzędziem kreowania wartości spółki, a także budowy pozytywnych więzi opartych na rzetelnej i wiarygodnej informacji, przyczyniając się w ten sposób do zwiększenia poziomu zaufania i atrakcyjności spółki w oczach inwestorów. Jeżeli chodzi o model docelowy, to trudno obecnie powiedzieć, jaki on przybierze ostateczny kształt. Model docelowy przyjmuje i zachowuje wszystkie cechy i elementy modelu nowoczesnego. Jego głównym celem jest ujawnianie jak najszerszego zakresu informacji, dalece wychodząc poza zakres wymagany przez prawo. Podstawową cechą tego modelu jest duży zakres ujawnień dobrowolnych o możliwie najwyższym poziomie ich szczegółowości, gdzieś na granicy tajemnicy handlowej, konkurencji rynkowej. Udostępnianie informacji o dużym poziomie ich szczegółowości, kierowanych w stronę obecnych i przyszłych inwestorów, pozwala budować obraz otwartej i transparentnej firmy.

Można przyjąć, że efektywny model relacji inwestorskich powinien odznaczać się siedmioma zasadniczymi cechami, do których zalicza się:

- *przejrzystość/otwartość* – jasne zasady funkcjonowania przedsiębiorstwa, ujawnianie informacji mogących mieć wpływ na wycenę akcji,
- *wiarygodność* – rzetelne przekazywanie informacji, przedstawianie sytuacji przedsiębiorstwa zgodnie z rzeczywistością,
- *spójność* – dopasowanie treści informacji i formy komunikacji w zależności od sytuacji,
- *terminowość* – przestrzeganie terminów publikacji bieżących i okresowych raportów,
- *interaktywność* – zbieranie opinii wyrażanych przez akcjonariuszy, tworzenie programu działań dostosowanych do potrzeb inwestorów,
- *zgodność z przepisami* – przekazywanie informacji rynkowi wolnych od zniekształceń i celowych manipulacji,
- *integralność* – przygotowanie informacji przekazywanej na zewnątrz w ścisłej współpracy z zarządem lub specjalistami z różnych działów¹⁰.

8 Por. A. M. Krug, *Relacje inwestorskie w nowoczesnej spółce giełdowej*, Brzezia Łąka 2010, s. 35.

9 Por. Dziawgo D.: *Relacje inwestorskie – przyczynek do dyskusji*, [w:] *Rynki finansowe*, (red.) H. Mamcarz, Lublin 2006, s. 307-308, D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja...*, op. cit., s. 61-64.

10 Por. A. Gajewska A, *Siedem cech efektywnego IR*, „Parkiet” 2005, 29.05, s. 4.

W praktyce gospodarczej, jak i w teorii kształt relacji inwestorskich może być swobodnie kreowany przez spółkę. Podobnie ma się rzecz w przypadku formułowanych celów. Spółki giełdowe w zasadzie definiują cele, które mogą odnosić się do trzech głównych jej obszarów, a mianowicie: prawnego, finansowo-ekonomicznego oraz komunikacyjnego. W obszarze celów prawnych za zasadniczy cel przyjmuje się utrzymanie statusu spółki publicznej. W praktyce oznacza to skrupulatne wypełnianie obowiązków prawnych związanych z udostępnianiem informacji inwestorom, to także dbanie o reputację spółki jako podmiotu przestrzegającego przepisów prawa, czyli m.in. nie narażanie firmy na kary finansowe za nieprawidłowe, nierzetelne wypełnianie obowiązków informacyjnych wymaganych przez prawo. W obszarze finansowo-ekonomicznym za główny cel relacji inwestorskich można przyjąć wzrost wartości firmy. Ów celowi podporządkowane są cele szczegółowe, do których zalicza się między innymi rzetelną wycenę spółki, dostęp do zdywersyfikowanych źródeł kapitału, redukcję kosztów kapitału, stabilność finansowania, obrona przed wrogim przejęciem, itp. W obszarze komunikacyjnym za podstawowy cel relacji inwestorskich można uznać przekazywanie informacji, ale nie mniej istotnymi zagadnieniami w tym obszarze mogą być pozyskanie zaufania inwestorów, kreowanie wizerunku, budowanie lojalności, itp.¹¹.

Tym samym można uznać, iż inwestorzy wymagają, aby relacje inwestorskie były źródłem wiarygodnych, rzetelnych informacji, a także by budowały przejrzystą platformę komunikacji, która wzmacniałaby zaufanie inwestorów do spółki czy też rynku kapitałowego. Poza tym relacje inwestorskie powinny aktywnie wspierać proces podejmowania decyzji, zwiększyć prawdopodobieństwo uzyskania oczekiwanej stopy zwrotu, jak i obniżyć poziom podejmowanego ryzyka.

Ostatnie z wymienionych zagadnień wydaje się być szczególnie istotne i ważne z punktu widzenia inwestorów, ponieważ właściwie funkcjonujący model relacji inwestorskich jest w stanie sprostać zapotrzebowaniom na informację, niezbędną w procesie podejmowania decyzji. Lepszy, szybszy dostęp do informacji usprawnia proces podejmowania decyzji, a przede wszystkim wpływa na poziom podejmowanego ryzyka inwestycyjnego.

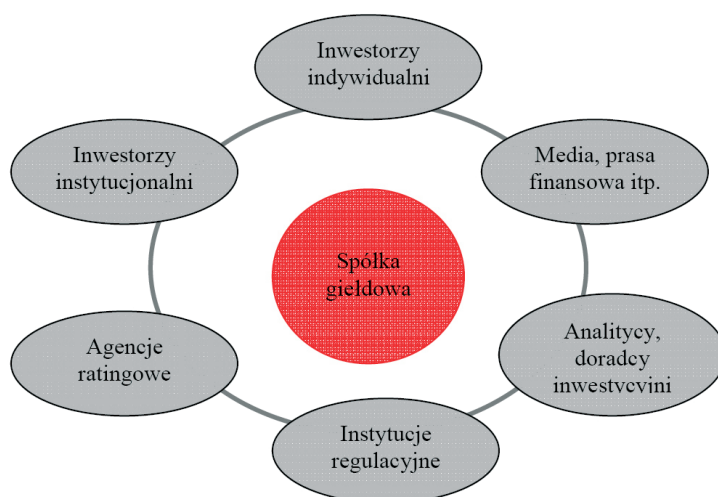
Podejmowane działania komunikacyjne przez przedsiębiorstwo w ramach relacji inwestorskich przynoszą konkretne korzyści użyteczne dla głównej grupy ich użytkowników, a mianowicie inwestorów. Jednakże wydaje się, iż relacje inwestorskie powinny przynosić przede wszystkim korzyści przedsiębiorstwu, aby miało ono motywację do ciągłego polepszania relacji inwestorskich.

Do głównych korzyści z właściwego prowadzenia relacji inwestorskich dla przedsiębiorstwa zaliczyć można m.in.: wzrost zaufania do spółki, jej zarządu, obniżenie kosztu pozyskania kapitału, zwiększoną płynność akcji spółki, wzrost wartości spółki. Zarząd spółki, który cieszy się dużym zaufaniem ze strony inwestorów, może liczyć na większą swobodę działania, może łatwiej uzyskać akceptację dla decyzji trudnych i niepopularnych, a także szybciej pozyskać nowy kapitał na realizację swoich działań. Zapewne zaufanie do zarządu oraz sama reputacja spółki bezpośrednio wpływa na stopień zainteresowania spółką przez inwestorów, a to ma bezpośredni wpływ na płynność ich akcji. Ponadto te spółki, które odznaczają się wyższym poziomem zaufania oraz, co za tym

11 Por. D. Dziawgo D, *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 29-38.

idzie, wyższą płynnością swych akcji mogą liczyć na niższe koszty pozyskania kapitału, w którym to koszcie jest uwzględniona premia za ryzyko. Najbardziej widocznym efektem (korzyścią) właściwych relacji inwestorskich dla przedsiębiorstwa jest wzrost wartości spółki, który jest logicznym następstwem wcześniej wymienionych korzyści¹². Reasumując można stwierdzić, iż „efektywne wykorzystanie funkcji relacji inwestorskich nie powinno ograniczać się do pasywnego przekazywania informacji, ale proaktywnie kształtować wizerunek firmy”¹³.

Relacje inwestorskie, wbrew pozorom, nie są kierowane wyłącznie do inwestorów. Można wyodrębnić szeroką grupę odbiorców relacji inwestorskich¹⁴. Poniżej zaprezentowano głównych adresatów relacji inwestorskich (patrz rys. 1).



Rys. 1 Grupy docelowe relacji inwestorskich
Źródło: opracowanie własne

Inwestorzy stanowią podstawową grupę odbiorców i użytkowników relacji inwestorskich. Najczęściej w ramach tej grupy wyodrębnia się inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych. Inwestorzy indywidualni stanowią ważną grupę uczestników rynku kapitałowego, odgrywając istotną rolę w kształtowaniu płynności na rynku, pomimo tego, że często inwestorzy ci operują niewielkimi kwotami kapitału. Z kolei inwestorzy instytucjonalni to przede wszystkim banki, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, *hedge funds*, fundusze typu *private equity* czy *venture capital* itp. Inwestorów instytucjonalnych wyróżnia przede wszystkim duży profesjonalizm zarządzania aktywami oraz skala inwestowanych kapitałów na giełdzie papierów wartościowych. To klasyczne rozróżnienie inwestorów na indywidualnych i instytucjonalnych uwypukla potrzebę dopasowania informacji do potrzeb ich odbiorców. Jednocześnie należy zazna-

12 Por. A. Gajewska-Jedwabny, *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, (red.) A. Szablewski, R. Tuziemek, Warszawa 2004, s. 506-510, D. A. Niedziółka, *Relacje ...*, op. cit., s. 17-25.

13 Por. A. Gajewska, *Siedem cech ...*, op. cit., s. 4.

14 Por. P. Usarkiewicz, *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania” 2003, nr 1, s. 115-117.

czyć, iż inwestorzy instytucjonalni mają realny wpływ na sposób komunikowania oraz raportowania dokonań spółki. Tym samym osoby odpowiedzialne za relacje inwestycyjne w spółce powinny zadbać o to, aby inwestorów indywidualnych traktować po partnersku i zapewnić im równy dostęp do informacji¹⁵.

Relacje inwestorskie, oprócz inwestorów, kierowane są również do grupy adresatów, którą ogólnie określić można jako tak zwanych multiplikatorów¹⁶. Grupę tę tworzą analitycy giełdowi, doradcy inwestycyjni, agencje ratingowe, media, dziennikarze finansowi, itp. Osoby te opracowują raporty, przeprowadzają analizy, badają sytuację rynkową, relacjonują wydarzenia, a także pośredniczą w przekazywaniu informacji o spółce. Są one ogniwem pośrednim pomiędzy spółką publiczną a inwestorami. Działalność wyodrębnionych grup staje się ważnym elementem relacji inwestorskich, bowiem mogą być one częścią strategii budowania pozytywnego wizerunku firmy. Aktywność tych grup wydaje się być szczególnie przydatna przy relacjonowaniu wszelkich wydarzeń związanych z działalnością podmiotu gospodarczego. W związku z tym przedstawiciele tych grup oczekują, iż osoby odpowiedzialne za relacje inwestorskie w spółce będą w stanie dostarczyć szczegółowych informacji z obszarów ich interesujących¹⁷.

Z uwagi na to, że informacje finansowe płynące z rynku kapitałowego są wykorzystywane coraz częściej w różnych obszarach życia gospodarczego, to potencjalne grono osób będących użytkownikami relacji inwestorskich w sposób naturalny ulega zwiększeniu o nowe grupy interesariuszy.

Rozdział 2 Instrumenty *Investor Relations*

Ważnym elementem procesu podejmowania decyzji na rynku kapitałowym jest potrzeba dysponowania informacją. Informacje będące nośnikiem wiedzy usprawniają podejmowanie decyzji, a także przybliżają inwestorów do sukcesu inwestycyjnego. Tym samym w relacjach inwestorskich należy upatrywać źródła dostarczanej wiedzy niezbędnej w procesie podejmowania decyzji. Jednocześnie od osób odpowiedzialnych za relacje inwestorskie oczekuje się, aby informacje kierowane do ich użytkowników spełniały określone standardy i wymogi jakościowe.

Powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie dla wszystkich inwestorów tworzy fundamenty działania każdego rynku kapitałowego¹⁸. Zakres ujawnianych informacji przez spółki giełdowe wynika z obowiązków informacyjnych nakładanych przez przepisy prawa, jak i regulatorów rynku, ale i także z otwartości informacyjnej emitentów, a które mogą stanowić bazę dla podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Polityka informacyjna polskich spółek giełdowych jest mocno osadzona w regulacjach prawnych, szczególnie tych, które wywodzą się z kręgu instytucji regulujących rynek kapitałowy. Status spółki publicznej nakłada na emitenta określone obowiązki informacyjne. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, ustawa o nadzorze nad

15 Por. D. A. Niedziółka, *Relacje ...*, op. cit., s. 43-50.

16 Por. D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 45-47.

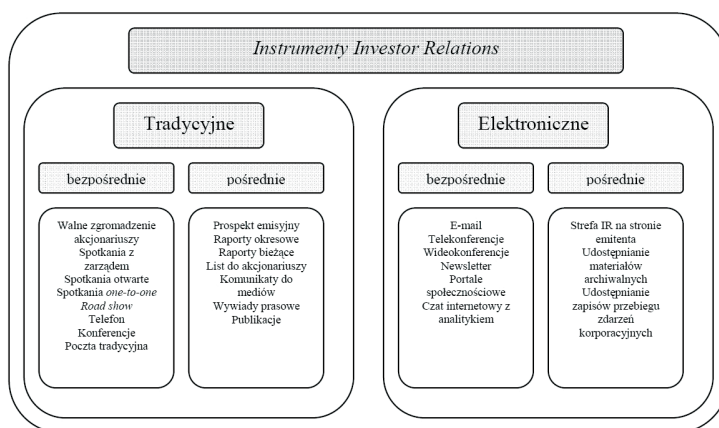
17 Por. D. A. Niedziółka, *Relacje ...*, op. cit., s. 50-53; A. M. Krug, *Relacje inwestorskie ...*, op. cit. s. 49-50.

18 Por. M. Andrzejewski, *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, Warszawa 2002, s. 19.

rynkiem kapitałowym, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych¹⁹ to jedne z ważniejszych przepisów prawa, choć nie jedyne, regulujące wymogi w zakresie wypełniania obowiązków informacyjnych przez spółki giełdowe. Przepisy prawa wyraźnie określają zdarzenia, które podlegają raportowaniu, jak i regulują zakres odpowiedzialności za naruszenie obowiązków informacyjnych.

Należy uznać, iż informacje wynikające z realizacji przez emitentów ich ustawowych obowiązków informacyjnych są niewystarczające do tego, aby na ich podstawie właściwie ocenić sytuację, czy też podejmować decyzję. Polityka informacyjna spółki, określająca zasady upowszechniania informacji, powinna wychodzić naprzeciw oczekiwaniom inwestorów, a więc powinna być realizowana w takim zakresie, aby możliwie najpełniej zaspakajała potrzeby użytkowników informacji. Stąd w sposób naturalny wykształcił się obszar dla dobrowolnych ujawnień informacji. Abstrahując od podziału informacji na obligatoryjne i dobrowolne należy przyjąć, iż każda informacja uznana za użyteczną powinna wspomagać proces podejmowania decyzji.

Polityka informacyjna, jak i sam przepływ informacji, wymaga przyjęcia przez działy relacji inwestorskich odpowiednich form komunikacji. Proces komunikacji może być realizowany za pomocą różnorodnych narzędzi. Generalnie instrumenty *investor relations* można podzielić na tradycyjne i elektroniczne, a dalej na bezpośrednie i pośrednie²⁰. Poniżej przedstawiono zasadnicze narzędzia komunikacji zgodnie z przyjętymi kryteriami klasyfikacji (rys. 2).



Rys. 2 Instrumenty *Investor Relations*

Źródło: opracowanie własne na podstawie Dziawgo D., *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 103.

19 Zob. Ustawa z 29 lipca 2005 r., *O ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Dz. U. z 2005 r., nr 184, poz. 1539 z poz. zm.; Ustawa z 29 lipca 2005 r., *O nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, Dz. U. z 2005 r., nr 183, poz. 1537 z poz. zm., Ustawa z 29 lipca 2005 r., *O obrocie instrumentami finansowymi*, Dz. U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538 z poz. zm., Rozporządzenie Ministra Finansów z 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*, Dz. U. z 2009 r., nr 33, poz. 259, z poz. zm.

20 Por. D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 103.

Aby proces komunikacji był efektywny, ważna jest nie tylko treść przekazywanej informacji, ale i przyjęte formy komunikacji. Działy relacji inwestorskich mają w swojej dyspozycji szeroki zakres narzędzi wykorzystywanych w procesie komunikacji, tzw. instrumenty komunikacji bezpośredniej i pośredniej.

Komunikacja bezpośrednia wykorzystuje narzędzia, które imiennie wskazują odbiorcę informacji. W ramach niej wyróżnia się komunikację osobistą i nieosobistą. Komunikacja osobista „charakteryzuje się brakiem dystansu czasu i przestrzeni między nadawcą a odbiorcą, czasem i miejscem nadania komunikatu, a czasem i miejscem odbioru”²¹, natomiast w przypadku komunikacji nieosobistej występuje dystans przestrzeni.

Do najpopularniejszych narzędzi komunikacji bezpośredniej z pewnością można zaliczyć walne zgromadzenie akcjonariuszy, na którym to inwestorzy mogą bezpośrednio od zarządu dowiedzieć się o dotychczasowych dokonaniach spółki, realizowanych strategiach i jej planach na przyszłość. Wynik głosowań podejmowanych uchwał na walnym zgromadzeniu określa stosunek akcjonariuszy do podejmowanych działań przez zarządy spółek. Ponadto istotną rolę w procesie komunikacji spółki w ramach tej grupy narzędzi odgrywają różnego rodzaju spotkania i prezentacje. Jednym z takich spotkań mogą być spotkania *one – to – one*, tzw. spotkania indywidualne. Najczęściej kierowane są one głównie do analityków lub znaczących inwestorów finansowych. Z kolei spotkania otwarte mają bardziej ogólną formułę, i w takim spotkaniu może wziąć udział praktycznie każda zainteresowana osoba. Organizowane są one z reguły w formie spotkań grupowych, gdzie mniejsza liczba uczestników, sprzyja otwartej dyskusji i wymianie poglądów. W praktyce można wykorzystać inne narzędzia komunikacji bezpośredniej, chociażby pocztę tradycyjną, telefon, ale często o ich wykorzystaniu decyduje rachunek ekonomiczny.

Komunikacja pośrednia „kierowana jest zarówno do nieoznaczonego adresata, jak i adresatów znanych, przy czym w jej ramach wykorzystywane są narzędzia informacji masowej, aby umożliwić dostęp do informacji wrażliwych na równych zasadach”²².

Jednym z narzędzi komunikacji pośredniej jest prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne. Dokumenty te są źródłem informacji o sytuacji majątkowo-finansowej, czynnikach ryzyka, strategii działania podmiotu, który ubiega się o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym. Ogólnie można przyjąć, że prospekt emisyjny jest dokumentem informacyjnym, który wspomaga proces podejmowania decyzji, tj. pozwala podjąć decyzje o zaangażowaniu się lub też nie kapitałowo w spółkę. Innym narzędziem komunikacji pośredniej, regulowanym przez przepisy prawa, są raporty okresowe. Są o istotne źródła informacji o charakterze finansowym. Informacje prezentowane w raportach okresowych pozwalają przede wszystkim zapoznać się z sytuacją ekonomiczną przedsiębiorstwa. Poza tym emitenci publikują raporty bieżące, w których opisują istotne informacje, które mogą mieć wpływ na wycenę akcji. Równie istotnym narzędziem komunikacji pośredniej mogą być komunikaty do mediów, wywiady prasowe, raporty analityczne, itp. Wykorzystanie mediów masowych w komunikacji zapewnia szybkie dotarcie z informacją do ich odbiorców, przy czym należy zachować należyłą staranność, aby informacja przekazywana za pomocą tego rodzaju narzędzi pośrednich była źródłem wiarygodnej i rzetelnej wiedzy.

21 Por. K. Wójcik K, *Public relations: wiarygodny dialog z otoczeniem*, Warszawa 2005, s. 79.

22 Por. D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie ...*, op. cit., s. 109.

Należy również pamiętać o tym, że zmiany społeczno-ekonomiczne zachodzące w otoczeniu w sposób naturalny wymuszają potrzebę zmian oraz konieczność dostosowywania narzędzi komunikacji do aktualnie rodzących się potrzeb. Rozwój technologii informacyjnej we współczesnym świecie, a przede wszystkim powstanie *Internetu* zrewolucjonizowało i rozszerzyło katalog dostępnych narzędzi stosowanych w komunikacji przez działy relacji inwestorskich. W tym miejscu można chociażby wspomnieć o takich zdobyczach rozwoju technologii informacyjnej jak *electronic mail*, *conference calls*, *newsletter*, portale społecznościowe, uczestnictwo *online* w wydarzeniach korporacyjnych, kanały RSS, czat internetowy. Nie należy zapominać także o stronach internetowych *www*, które są „obecnie najszybszym, najtańszym i najbardziej uniwersalnym narzędziem komunikowania się spółki z otoczeniem”²³. Wydaje się, że to narzędzie wyraźnie wspiera aktywną politykę informacyjną emitenta, ponieważ umożliwia spółce szybkie dotarcie z informacją do odbiorcy, jak i łatwe pozyskanie informacji z otoczenia na jej sam temat.

Prowadzenie komunikacji jest istotną częścią relacji inwestorskich, a wynika ona z nałożonych obowiązków informacyjnych oraz przyjętej przez spółkę polityki informacyjnej. Aby zapewnić sprawną i przejrzystą komunikację wykorzystuje się do tego celu różnorodne instrumenty *investor relations*.

Rozdział 3 Badania – *Investor Relations* na świecie i w Polsce

Korzyści z prawidłowo funkcjonujących relacji inwestorskich w spółce są oczywiste, to przede wszystkim wzrost wartości firmy. Spółki, które prowadzą przejrzystą politykę informacyjną, mogą cieszyć się większym zaufaniem wśród inwestorów, a to przekłada się na większy dostęp do różnych źródeł kapitału oraz niższe koszty jego pozyskania.

Niestety, istnieje ogólne przekonanie, że inwestorzy czują pewien niedosyt informacyjny, nie do końca są zadowoleni ze sposobu komunikacji spółki z otoczeniem. Jednocześnie wydaje się, że zarządy spółek zdają sobie sprawę z istotnej roli relacji inwestorskich, ale często tylko do czasu ich debiutu giełdowego, kiedy udaje się im pozyskać kapitał z rynku, później jakby zapominając o tym, kto wyłożył dla przedsiębiorstwa kapitał, ograniczając swą komunikację tylko do informacji wymaganych prawem.

Prowadzone aktualnie badania nad zagadnieniem relacji inwestorskich mają na celu przede wszystkim określić priorytety kierunków zmian tworzenia efektywnego modelu relacji inwestorskich. Nie mniej ważnym celem badań jest określenie słabych stron relacji inwestorskich, narzędzi stosowanych przez spółki w relacjach inwestorskich, jakości relacji inwestorskich.

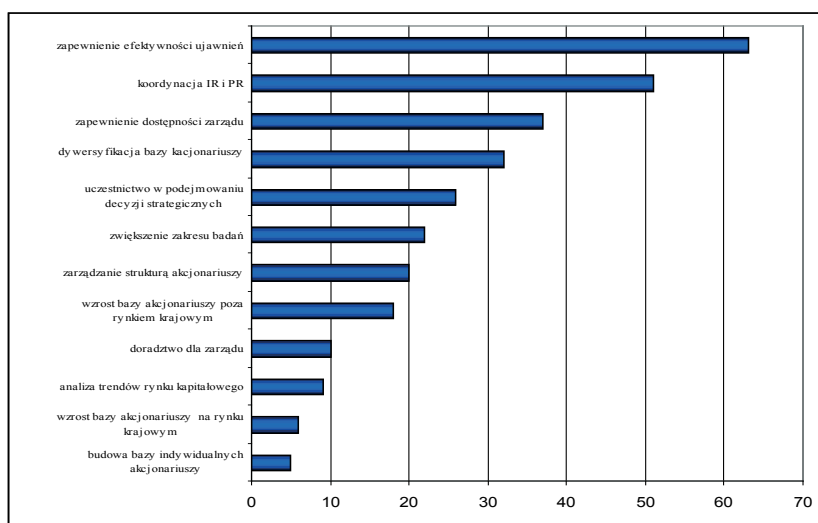
Międzynarodowa instytucja finansowa *Bank New York Mellon Corporation* prowadzi od sześciu lat badania dotyczące relacji inwestorskich w przekroju międzynarodowym. Poniżej przedstawiono wybrane wyniki badań przeprowadzonych w 2010 r. w okresie lipiec-sierpień. Badaniem objęto 2 843 potencjalnych firm. Ostatecznie udział wzięło 371 firm z 47 krajów z całego świata. Badanie uzupełniono o wywiad telefoniczny z 21 cenionymi specjalistami ds. relacji inwestorskich. Firmy, które odpowiedziały na ankietę, reprezentują różne branże, obejmują różne regiony świata, jak i charakteryzują się różną kapitalizacją.

23 Ibidem, s. 116.

Z przeprowadzonych ankiet, w których uczestniczyli różni specjaliści ds. relacji inwestorskich wynika, iż społeczność inwestorska oczekuje przejrzystych informacji i większej dostępności do kierownictwa wyższego szczebla. Do głównych celów działalności relacji inwestorskich w 2011 r. zaliczono efektywne praktyki ujawniania informacji (63%), skoordynowanie przekazu informacji z działów IR oraz PR (51%), dostępność kierownictwa firmy dla profesjonalnych inwestorów (36%), dywersyfikacja bazy akcjonariuszy (31%). Pełną listę głównych celów działalności relacji inwestorskich w 2011 r. zaprezentowano na rysunku 3.

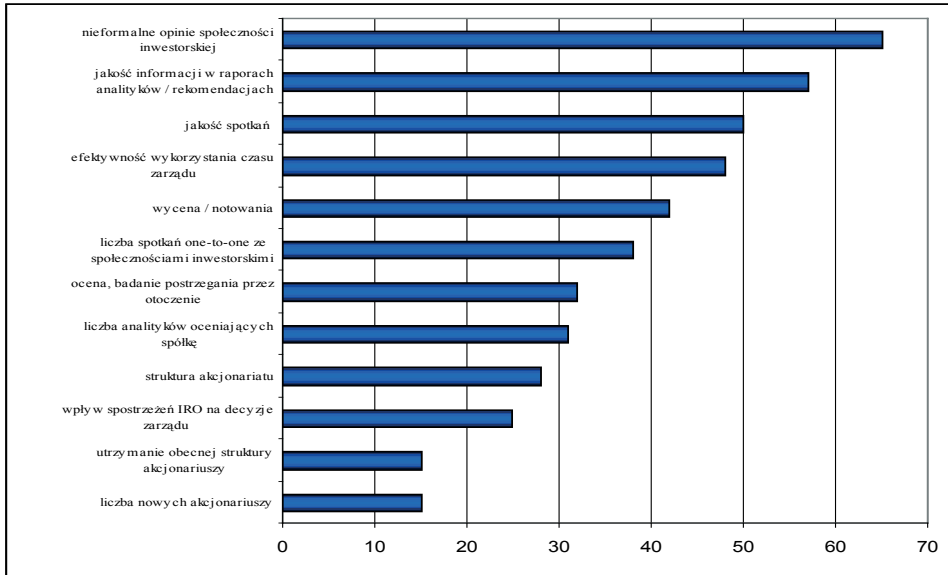
Wyniki ankiet wskazują, iż ocena efektywności relacji inwestorskich nie opiera się na zestawie mierzalnych mierników, lecz przede wszystkim na informacji zwrotnej pochodzącej od społeczności inwestorskiej. O efektywności relacji inwestorskich w spółkach świadczyć może jakość informacji zawartych w raportach analityków (57%), jakość spotkań (50%), efektywność wykorzystania czasu zarządu (47%) czy też notowania akcji (42%). Pełny obraz miar efektywności relacji inwestorskich przedstawia rysunek 4.

Ponadto wyniki badań wskazują, jakie informacje są dostarczane przez departamenty relacji inwestorskich zarządom. Okazuje się, że są to przede wszystkim opinie analityków, opinie społeczności inwestorskiej. Nie mniej ważne są udostępniane informacje na temat przeglądu działań IR, zachowań kursu akcji, działalności innych przedsiębiorstw z branży, trendów w branży.

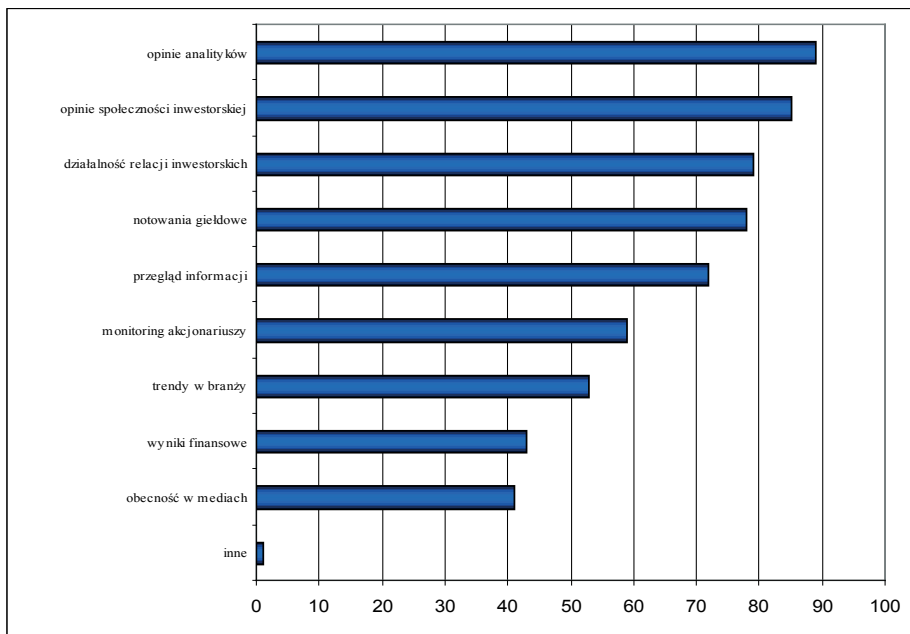


Rys. 3 Główne cele działalności relacji inwestorskich w 2011 roku.

Źródło: *Global Trends in Investor Relations. A Survey Analysis of IR Practices Worldwide - 6th Edition*, October 2010, Bank New York Mellon, s. 12.



Rys. 4 Miary efektywności IR wykorzystywane w spółkach
 Źródło: *Global Trends in Investor Relations...*, op. cit. s. 16.



Rys. 5 Rodzaj informacji dostarczanych zarządowi przez departamenty relacji inwestorskich
 Źródło: *Global Trends in Investor Relations...*, op. cit. s. 20.

Poza tym wyniki badań *BNY Mellon Corporation* dostarczają szczegółowych informacji na temat liczby osób tworzących działy relacji inwestorskich, ich doświadczenia, wielkości wynagrodzeń, a także wielkości budżetów, którymi dysponują. Istotną część

tego badania stanowi ocena efektywność instrumentów *investor relations*, a także diagnoza wpływu kryzysu finansowego na zmianę strategii komunikacji w spółkach²⁴.

Badania nad zagadnieniem stanu relacji inwestorskich prowadzone są w wielu krajach. Na całym świecie funkcjonują narodowe stowarzyszenia relacji inwestorskich, które analizują stan relacji inwestorskich w poszczególnych krajach. Na szczególne wyróżnienie zasługuje niemieckie stowarzyszenie *Deutscher Investor Relations Verband* (DIRK), które wyznacza standardy komunikacji na rynku kapitałowym w Niemczech. Niemieckie stowarzyszenie DIRK przede wszystkim monitoruje stan relacji inwestorskich w Niemczech, śledząc na bieżąco m.in. liczbę pracowników zatrudnionych w działach relacji inwestorskich²⁵.

W rodzimej literaturze przedmiotu można odnaleźć wyniki badań na temat stanu relacji inwestorskich w Polsce, pionierskie wyniki badań pod patronatem Polskiego Instytutu Relacji Inwestorskich przeprowadziły w 2006 r. D. Dziawgo oraz A. Gajewska-Jedwabny²⁶. Zagadnieniem relacji inwestorskich w Polsce zajmuje się również Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, które często w konkluzji swych badań wykazuje na niezadowolający stan komunikacji pomiędzy emitentami a inwestorami. O nienajlepszym stanie relacji inwestorskich w Polsce świadczyć może chociażby fakt, iż inwestorzy indywidualni w ramach ogólnopolskiego badania inwestorów²⁷ uznali, iż główną słabością polskiego rynku kapitałowego jest niska jakość komunikacji spółek z inwestorami (40,1%).

D. Dziawgo w swych najnowszych badaniach²⁸ poszukuje odpowiedzi na fundamentalne pytania odnoszące się do stanu relacji inwestorskich w Polsce. Stąd próba uzyskania odpowiedzi na temat stopnia zaufania do spółek publicznych, znaczenia relacji inwestorskich, jakości komunikacji spółek, narzędzi wykorzystywanych w relacjach inwestorskich, a także priorytetów działań relacji inwestorskich w Polsce. Poniżej przedstawiono wybrane wyniki przeprowadzonych badań.

Inwestorzy indywidualni oceniając stan relacji inwestorskich w Polsce wykazują umiarkowany optymizm, nie brakuje opinii wyrażających niezadowolenie z obecnego poziomu relacji prezentowanych przez polskie spółki giełdowe (33% respondentów). Inwestorzy indywidualni zarzucają spółkom przede wszystkim niedostateczny zakres prezentowanych informacji, ogólność przekazywanych informacji, utrudniony kontakt z osobami odpowiedzialnymi za kontakty z inwestorami. Z kolei według opinii analityków giełdowych stan relacji inwestorskich w Polsce kształtuje się wyraźnie lepiej niż według inwestorów indywidualnych. Tylko 10% analityków giełdowych uważa, że stan relacji inwestorskich jest niezadowolający.

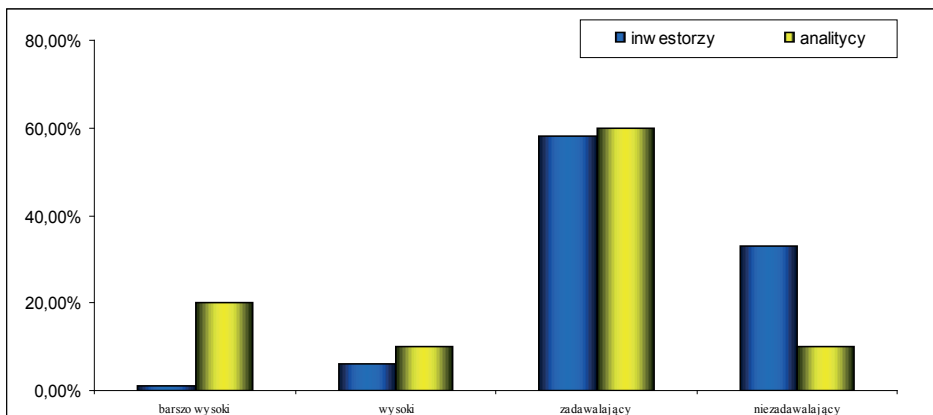
24 Zob. *Global Trends in Investor Relations...*, op. cit. s. 55-67.

25 Zob. *DIRK-Stimmungsbarometer*, DIRK - Deutscher Investor Relations Verband e.V., Präsident des DIRK und Global Head of Corporate Communications der GfK SE.

26 Zob. D. Dziawgo, S. Gajewska-Jedwabny, *Relacje inwestorskie – nowoczesna komunikacja spółek z rynkiem*, „CEO: Magazyn Top Menedżerów” 2006, nr 4, s. 24-25.

27 Zob. *Ogólnopolskie badanie inwestorów – profil inwestora giełdowego w 2010 roku*; Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych 2010, www.sii.org.pl.

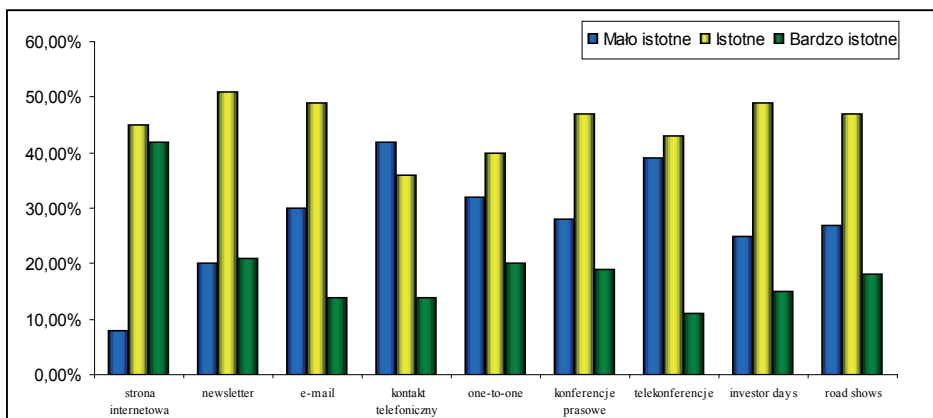
28 Zob. D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 221-283.



Rys. 6 Stan relacji inwestorskich spółek w Polsce

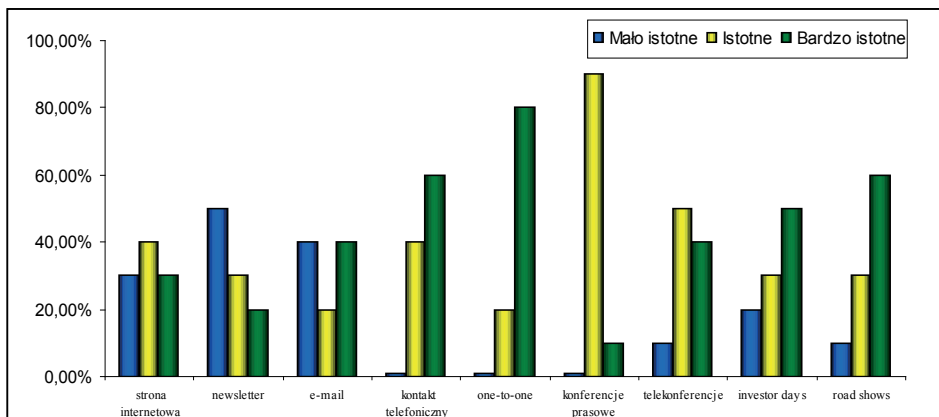
Źródło: opracowanie własne na podstawie Dziawgo D., *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 251-252.

W ramach badania przebadano użyteczność narzędzi wykorzystywanych w relacjach inwestorskich, i co ciekawe, zebrano opinie nie tylko samych ich użytkowników (inwestorów indywidualnych, analityków giełdowych), ale również opinie emitentów, do których należy inicjatywa, jakie instrumenty w ramach relacji inwestorskich będą przez spółki wykorzystywane.



Rys. 7 Użyteczność narzędzi wykorzystywanych w relacjach inwestorskich przez inwestorów indywidualnych

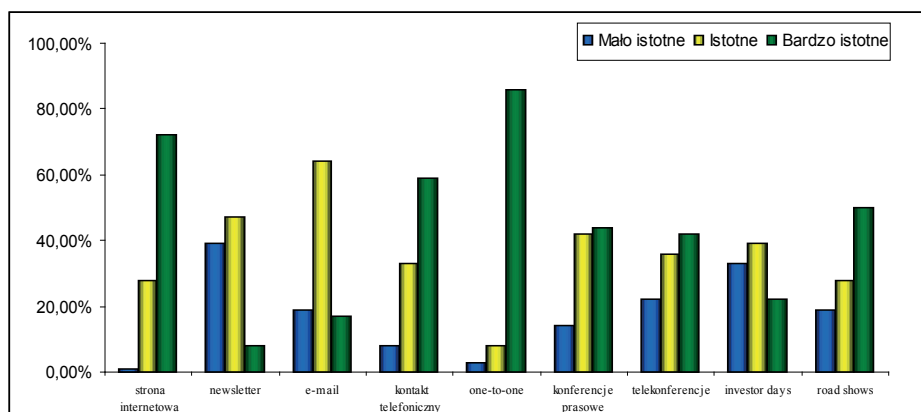
Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 264-269.



Rys. 8 Użyteczność narzędzi wykorzystywanych w relacjach inwestorskich przez analityków
 Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 264-269.

Inwestorzy indywidualni uznali, iż strona internetowa www (42%) stanowi bardzo istotne narzędzie komunikacji między spółką a inwestorami, z kolei za istotne narzędzia uznano newsletter (51%), *investor days* (49%), konferencje prasowe (47%).

Analitycy giełdowi uznali, iż spotkania *one-to-one* (80%), kontakt telefoniczny (60%) oraz *road show* (60%) za bardzo istotne narzędzie komunikacji, natomiast za istotne przede wszystkim konferencje prasowe (90%).



Rys. 9 Użyteczność narzędzi wykorzystywanych w relacjach inwestorskich przez emitentów. Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie – ewolucja ...*, op. cit., s. 264-269.

Z kolei spółki giełdowe uznały, iż spotkania *one-to-one* (86%), stronę internetową www (72%), kontakt telefoniczny (59%) za bardzo istotne narzędzie relacji inwestorskich, za istotne natomiast *e-mail* (64%).

Zauważalna jest duża zbieżność oczekiwań ze strony użytkowników z preferencjami samych emitentów, świadczyć to może, że spółki monitorują na bieżąco stan relacji inwestorskich wychodząc naprzeciw oczekiwaniom różnych grup ich użytkowników.

Podsumowanie

Silny, stabilny rynek kapitałowy powinien być fundamentem każdej gospodarki. Polski rynek kapitałowy na stałe wpisał się w struktury gospodarki rynkowej i jest jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się rynków Europy środkowo-wschodniej. Nie ulega wątpliwości, iż o sile polskiego rynku kapitałowego świadczy rosnąca liczba spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Warunkiem jego rozwoju jest dostęp do wiarygodnej informacji. Właśnie funkcjonujące w ramach spółek działy relacji inwestorskich mają zapewnić dostęp do takich informacji, które odpowiadają za przejrzystą komunikację spółki z otoczeniem inwestorskim. Na podstawie dokonanych rozważań teoretycznych oraz dostępnych wyników badań można stwierdzić, iż:

- wraz z rozwojem rynku kapitałowego wzrasta znaczenie relacji inwestorskich,
- relacje inwestorskie to proces komunikowania z uczestnikami rynku kapitałowego,
- relacje inwestorskie w nowoczesnej organizacji powinny przybrać formę dwustronnej komunikacji,
- spółki powinny traktować relacje inwestorskie nie tylko jako obowiązek informacyjny, ale jako narzędzie przynoszące spółkom korzyści,
- relacje inwestorskie powinny tworzyć kanał dystrybucji informacji dla zarządów na temat postrzegania spółki przez rynek,
- działy relacji inwestorskich powinny wykorzystywać w procesie komunikacji różnego rodzaju instrumenty dostosowane do różnych grup odbiorców,
- właściwą efektywność decyzji inwestycyjnych determinuje nie tylko rzetelność, wiarygodność informacji, a także sam dostęp do informacji rynkowej,
- odpowiednio funkcjonujące relacje inwestorskie ułatwiają i usprawniają dostęp do informacji rynkowych,
- informacje dostarczane przez działy relacji inwestycyjnych na temat sytuacji ekonomiczno-finansowej emitenta, perspektyw jego rozwoju wspomagają proces podejmowania decyzji inwestycyjnych,
- lepszy dostęp do informacji finansowych i niefinansowych obniża poziom ryzyka inwestycyjnego,
- sprawnie działające relacje inwestorskie w spółce przyczyniają się do wzrostu wartości firmy,
- dobrze funkcjonujące relacje inwestorskie w spółce powinny prowadzić do wzrostu zaufania interesariuszy do emitenta, a także zapewnić łatwiejszy dostęp do źródeł finansowania.

Literatura

1. Andrzejewski M., *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, Warszawa 2002.
2. Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., Hamburg, Mai 2011, www.dirk.org.
3. *DIRK-Stimmungsbarometer*, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., Präsident des DIRK und Global Head of Corporate Communications der GfK SE.
4. Dziawgo D., *Relacje inwestorskie – ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Warszawa 2011.

5. Dziawgo D., *Relacje inwestorskie – przyczynek do dyskusji*, [w:] *Rynki finansowe*, (red.) H. Mamcarz, Lublin 2006.
6. Dziawgo D., Gajewska-Jedwabny A., *Relacje inwestorskie – nowoczesna komunikacja spółek z rynkiem*, „CEO: Magazyn Top Menedżerów” 2006, nr 4.
7. Gajewska A., *Siedem cech efektywnego IR*, „Parkiet” 2005, 29.05.
8. Gajewska-Jedwabny A., *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, (red.) A. Szablewski, R. Tuziemek, Warszawa 2004.
9. *Global Trends in Investor Relations. A Survey Analysis of IR Practices Worldwide - 6th Edition*, October 2010, Bank New York Mellon.
10. *Investor Relations – A Practical Guide*, London Stock Exchange, London, March 2010.
11. Krug A. M., *Relacje inwestorskie w nowoczesnej spółce giełdowej*, Brzezia Łąka 2010.
12. National Investor Relations Institute, Vienna, May 2011, www.niri.org.
13. Niedziółka D. A., *Relacje inwestorskie*, Warszawa 2008.
14. *Ogólnopolskie badanie inwestorów – profil inwestora giełdowego w 2010 roku*; Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych 2010, www.sii.org.pl.
15. Ostrowska E., *Relacje inwestorskie na giełdzie papierów wartościowych*, „Pieniądze i Więź” 2005, nr 1 (26).
16. 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, Dz. U. z 2009 r., nr 33, poz. 259 z poz. zm.
17. Seidel F. P., *Public relations w praktyce*, Warszawa 2003.
18. Usarkiewicz P., *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania” 2003, nr 1.
19. Ustawa z 29 lipca 2005 r., O nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz. U. z 2005 r., nr 183, poz. 1537 z poz. zm.
20. Ustawa z 29 lipca 2005 r., O obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538 z poz. zm.
21. Ustawa z 29 lipca 2005 r., O ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. z 2005 r., nr 184, poz. 1539 z poz. zm.
22. Wójcik K., *Public relations: wiarygodny dialog z otoczeniem*, Warszawa 2005.