



# **CORPORATE GOVERNANCE NA POLSKIM RYNKU KAPITAŁOWYM RAPORT Z BADANIA**



**AUTORZY:**

**Marcin Traczyk, Advocacy Advisor CFA Society Poland**

**Dr Piotr Sieradzan, CFA, Wiceprezes CFA Society Poland**

**Autorzy pragną serdecznie podziękować Dr Andrzejowi Sołdkowi, CFA za wniesienie wielu cennych uwag i pomoc przy formułowaniu pytań ankiety**

**Partnerzy badania:**

**Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych**

**ACCA Poland**

**Partner medialny:**

**Bankier.pl**

© CFA Society Poland, 2025, All rights reserved

CFA Society Poland

ul. Komandorska 118/120

53-345 Wrocław

Poland

Operational office:

CFA Society Poland

Zebra Tower, 8. piętro

ul. Mokotowska 1

00-640 Warszawa, Poland

Email: [piotr.sieradzan@poland.cfasociety.org](mailto:piotr.sieradzan@poland.cfasociety.org)



# EXECUTIVE SUMMARY

## 0.1. Wstęp

Niniejszy raport CFA Society Poland, stanowi pierwszą część cyklu badań nad wpływem poszczególnych komponentów ESG na decyzje inwestycyjne i sytuacje finansową spółek. Skupia się na corporate governance, analizując jego rolę w procesach decyzyjnych inwestorów indywidualnych i profesjonalnych oraz kadry managerskiej.

Celem raportu jest zrozumienie znaczenia corporate governance dla różnych grup interesariuszy na rynku finansowym w kontekście jego wpływu na wartość spółek dla akcjonariuszy i sposób podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Analiza objęła trzy grupy respondentów:

- Inwestorów indywidualnych,
- Inwestorów profesjonalnych (w tym analityków finansowych i zarządzających aktywami),
- Dyrektorów i menedżerów finansowych.

Dzięki przeprowadzeniu anonimowej ankiety możliwe było uzyskanie niezależnych opinii, nieuwarunkowanych polityką firm zatrudniających respondentów czy narracją rynkową.

## 0.2. Najważniejsze wnioski z badania

### 0.2.1. Zróżnicowane podejście do corporate governance

Różne grupy respondentów przykładają nieco odmienną wagę do poszczególnych aspektów corporate governance, w zależności od ich doświadczenia, roli na rynku oraz priorytetów inwestycyjnych. Dla wszystkich grup respondentów do najwyżej ocenianych czynników należały przejrzysta strategia i komunikacja z inwestorami. Do najniżej ocenianych należały polityka różnorodności i polityka równości wynagrodzeń.

### 0.2.2. Istotność corporate governance dla wartości spółek

Corporate governance jest istotnym elementem wpływającym na postrzeganie i ocenę spółek przez inwestorów oraz zarządzających aktywami. Wdrożenie odpowiednich standardów w tym zakresie ma znaczenie dla jej atrakcyjności inwestycyjnej.

### 0.2.3. Ważna rola corporate governance w procesie inwestycyjnym

Corporate governance jest istotnym elementem wpływającym na postrzeganie i ocenę spółek przez inwestorów oraz zarządzających aktywami. Wdrożenie odpowiednich standardów w tym zakresie ma znaczenie dla jej atrakcyjności inwestycyjnej.

### 0.2.4. Podzielone opinie o ogólnym narzucaniu konieczności wdrażania ładu korporacyjnego

Większość respondentów uznaje, że corporate governance powinno być wdrażane dobrowolnie i wynikać z oczekiwań rynku, a nie z ogólnych regulacji. Respondenci byli podzieleni w kwestii ewentualnych prawnych ograniczeń możliwości inwestowania w spółki, które nie spełniają określonych standardów corporate governance: choć zdecydowana większość respondentów opowiedziała się przeciwko takim regulacjom, to znaczna grupa respondentów (szczególnie inwestorów indywidualnych), poparła konieczność wprowadzenia prawnych ograniczeń w tym zakresie.



### **0.2.5. Potrzeba edukacji w zakresie corporate governance i zwiększenia dostępu do danych**

Część badanych (szczególnie inwestorów indywidualnych) ocenia niewystarczająco swoją wiedzę z zakresu corporate governance, co wskazuje na potrzebę szerszej edukacji i dostępu do informacji w tym zakresie.

### **0.3. Wnioski**

Corporate governance odgrywa istotną rolę w budowaniu wartości i wiarygodności spółek na rynku kapitałowym. Wśród czynników corporate governance brak jest homogeniczności. Mają one różny charakter, odnoszą się do różnych obszarów działalności firmy i są one różnie postrzegane w kontekście wpływu na wartość spółek. Wyniki badania wskazują na rosnące znaczenie tego obszaru w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, przy jednoczesnym zróżnicowanym podejściu różnych grup uczestników rynku. Wdrożenie odpowiednich mechanizmów corporate governance może przyczyniać się do wzrostu zaufania, stabilności i przewidywalności działania spółek. Dodatkowo podmioty, które wdrażają przejrzyste zasady zarządzania, są lepiej postrzegane przez inwestorów i mogą osiągać większą atrakcyjność rynkową.

Wyniki badania pokazują również, że w grupie respondentów kwestia prawnych ograniczeń nie cieszy się dużym poparciem.



# 1. WSTĘP





Niniejszy raport jest pierwszym z cyklu raportów CFA Society Poland badających wpływ poszczególnych komponentów ESG na podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Jest on poświęcony obszarowi corporate governance.

Coraz większe znaczenie czynników ESG na rynkach finansowych, a co za tym idzie włączenie ich do podejmowania decyzji inwestycyjnych, kredytowych alokacyjnych czy dotyczących wyboru dostawców staje się trendem obecnym na dużej części rynków. Tendencja ta widoczna jest na większości rynków, choć w bardzo różnym zakresie. Najdalej idąca jest w tym zakresie Europa Zachodnia i Kanada, która kładzie na to największy nacisk coraz bardziej przechodząc obowiązkowego raportowania, do prawnego obowiązku przestrzegania określonych zasad i oceny kryteriów. Pozostałe kraje i rynki są z reguły mniej restrykcyjne i jeśli wprowadzają wymogi, to dotyczą one raportowania przez podmioty czynników ESG. Trend rosnącej popularności ESG jest jednak widoczny na prawie wszystkich rynkach.

Pojęcie ESG nie ma formalnej definicji. Powszechnie przyjmuje się, że na czynniki ESG składa się szereg kryteriów, które oceniają wpływ spółki na środowisko, odpowiedzialność społeczną i praktyki ładu korporacyjnego. Komponent „E” (Environmental) dotyczy wpływu na środowisko. Komponent „S” (Social) dotyka kwestii społecznych. Wreszcie, komponent „G” (Governance) koncentruje się na czynnikach ładu korporacyjnego. W powszechnym odbiorze komponent „E” (Environmental) obejmuje m.in. takie czynniki, jak emisja dwutlenku węgla, wykorzystanie zasobów i gospodarka odpadami. Komponent „S” (Social) obejmuje m.in. praktyki pracy, dobrobytu pracowników i zaangażowania w społeczność lokalną, a komponent „G” (Governance) obejmuje zarządzanie konfliktami interesów, transakcje z podmiotami powiązanymi, powoływanie i wynagradzanie członków zarządu. Szczegółowa lista czynników jakie wchodzi w skład poszczególnych komponentów nie jest już jednak stała, lecz konsekwentnie ewoluuje i zmienia się z czasem. Lista czynników w każdym z tych komponentów zwiększa się i generalnie sięga coraz dalej. Wzrost liczby czynników może wynikać z różnych źródeł.

Istotnymi czynnikami wydają się z jednej strony wzrost akceptacji określonych zasad i wzrost oczekiwań w ich zakresie przez opinię publiczną, inwestorów, wyborców. Coraz większe zainteresowanie tą tematyką sprawia, że ESG przyciąga uwagę coraz szerszego grona interesariuszy. Poruszanie i coraz bardziej dogłębna analiza czynników ESG powoduje pojawianie się coraz to nowych obszarów, które mogą się okazać kluczowe dla spełniania danych standardów. Z drugiej zaś strony popularność i rosnące poparcie dla konglomeratu 'ESG' i jego 3 komponentów jako takich powoduje, że 'dopisanie' określonego czynnika do listy czynników 'E', 'S' czy 'G' automatycznie powoduje wzrost jego znaczenia i akceptacji. Staje się on bowiem elementem określonego komponentu powszechnie uważanego za etyczny i wartościowy. Podmioty przestrzegające zasad ESG, nie mówiąc już o podmiotach promujących się jako liderzy ESG, mogą mieć problem z odmową przestrzegania jakiegokolwiek dodanego standardu, gdyż narażałoby to je na ryzyko zmiany postrzegania stosunku podmiotu do ESG jako całości.

Większość raportów i ankiet adresuje albo ESG jako takie, albo zbiorczo poszczególne komponenty ESG (E, S, G). Niewiele z nich różnicuje poszczególne składniki tych komponentów i ich wpływ na wartość czy zyskowność przedsiębiorstwa. Zdecydowana większość raportów analizuje korelację pomiędzy spełnianiem przez przedsiębiorstwa kryteriów ESG (mierzonych z reguły różnego rodzaju ratingami ESG) a zyskiem netto, czy kapitalizacją przedsiębiorstwa. Takie podejście może z wielu względów zostać uznane za nieodzwierciedlające faktycznego wpływu czynników ESG



na spółki, gdyż korelacja nie oznacza relacji, a zyskowność czy kapitalizacja rynkowa są wynikiem dziesiątek, jeśli nie setek czynników, zarówno leżących po stronie przedsiębiorstwa, jak i czynników zewnętrznych. Nie można w uzasadniony sposób zakładać, że wyłącznie czynniki ESG odpowiadają za wzrostu lub spadki zysków przedsiębiorstw.

Jeżeli badania obejmują ankietę zawierającą pytania o istotność czy wpływ czynników ESG – z reguły jej adresatem są przedsiębiorstwa, a nie konkretne osoby podejmujące decyzje w tych przedsiębiorstwach. Zdanie wyrażane przez przedsiębiorstwa to z reguły rezultatem polityki firmy przyjętej przez określone gremium decyzyjne. Nie zawsze przekłada się to na rzeczywiste zdanie osób decyzyjnych, czy praktykę działania.

Na rynku bardzo niewiele jest badań czy studiów, jak zmienia się przedsiębiorstwo i jego funkcjonowanie po wprowadzeniu do stosowania określonych standardów corporate governance czy innych komponentów zaliczanych do ESG. Standardy te, jeśli w ogóle bada się te zmiany, traktowane są w większości wypadków zbiorczo, a ich przestrzeganie mierzone ratingami przyznanymi przedsiębiorstwom i opartymi na ich deklaracjach.

### **1.1. Cel raportu**

Celem niniejszego raportu jest zbadanie stosunku respondentów z różnych grup osób podejmujących decyzje inwestycyjne i finansowe do wybranych, wyszczególnionych kryteriów z zakresu corporate governance w kontekście wpływu na wartość spółek stosujących te kryteria oraz zastosowania tych kryteriów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Ma on również na celu zwrócenie uwagi na obszary, które powinny zostać zbadane bardziej szczegółowo i na dużo szerszej, reprezentatywnej grupie.

Raport ma na celu uzyskanie odpowiedzi od przedstawicieli trzech zróżnicowanych grup osób podejmujących decyzje inwestycyjne i finansowe za pośrednictwem przeprowadzonej ankiety, na pytania odnoszące się do jednych z najczęściej występujących kryteriów corporate governance, i zbadanie, które z tych kryteriów są najbardziej, które najmniej, a które w ogóle istotne dla poszczególnych grup.

W części adresowanej do dyrektorów finansowych firm ankieta porusza również kwestie zmian bądź ich braku, zachodzących w tych firmach po wdrożeniu w nich standardów corporate governance i rozpoczęciu ich stosowania.

Poprzez anonimowy charakter ankiety raport na celu uzyskanie odpowiedzi nie będących sugerowanymi przez polityki firm, w których pracują respondenci, ani poglądami, które są dominujące w literaturze czy mediach lub w oficjalnej komunikacji medialnej podmiotów zatrudniających respondentów.

Raport skupiny jest na obecnym etapie na rynku polskim. Jego koncepcja umożliwia jednak przeprowadzenie identycznych badań i ankiet na innych rynkach.

Z racji ograniczonych możliwości dotarcia do dużej liczby przedstawicieli grup docelowych i uzyskania odpowiedniej frekwencji, niniejszy raport nie posiada cech badania, które byłoby w pełni reprezentatywne.



Porusza on jednak kwestie zróżnicowanego stosunku różnych grup do poszczególnych standardów corporate governance i może stanowić przyczynek do dyskusji i dalszych badań na ten temat.

## 1.2. Partnerzy

Niniejszy raport został opracowany przez CFA Society Poland, które przy pozyskaniu wyników od poszczególnych grup respondentów korzystało z pomocy Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (inwestorzy indywidualni) i ACCA Poland (dyrektorzy i menedżerowie finansowi).

Patronem medialnym raportu jest portal Bankier.pl.

## 1.3. Definicja corporate governance i kluczowe elementy ankiety

Ład korporacyjny to system, za pomocą którego firma jest kierowana i kontrolowana., choć pojęcie „corporate governance” jest raczej używane w kontekście spełniania określonych kryteriów/standardów ładu korporacyjnego, które są uważane za dobre, wspierające rozwój i efektywność firmy w interesie wszystkich jej wspólników/akcjonariuszy, bądź interesariuszy - zgodnie z nowszymi koncepcjami.

Corporate governance w ujęciu klasycznym reguluje w szczególności sposób zarządzania dwoma konfliktami interesów: 1) pomiędzy zarządem firmy i jej akcjonariuszami, oraz 2) pomiędzy akcjonariuszem większościowym a akcjonariuszami mniejszościowymi.

### 1.3.1. Konflikt interesów dotyczący zarządu

Zarząd jako grupa menedżerów będących osobami fizycznymi w sposób oczywisty zainteresowana jest maksymalizacją swojego majątku w brany przez nich pod uwagę horyzoncie czasowym. Niezależnie od popularnych i stosowanych kodeksów etycznych mówiących o tym, że menedżer powinien zawsze przedkładać interes powierzonego przedsiębiorstwa, przedsięwzięcia czy projektu nad swój partykularny interes osobisty – interes osobisty danej osoby, czy interes członków jej najbliższej rodziny zawsze będzie bliższy tej osobie w sensie mentalnym. Osoba ta może przestrzegać standardów czy systemu wartości nakazującego pierwszeństwo określonych działań odnoszących się do powierzonego przedsięwzięcia w stosunku do tych odnoszących się do danej osoby, czy jej majątku bądź powstrzymania się od określonych działań, które szkodziłyby powierzonemu przedsięwzięciu, mimo iż z osobistego punktu widzenia byłyby one opłacalne. Nierealnym jest jednak oczekiwać, by osoby te odrzuciły troskę o swój partykularny interes na rzecz interesu zarządzanego przedsięwzięciem, szczególnie gdy nie stanowi ono ich, choćby częściowej, własności. Dlatego tak istotne jest zarządzanie konfliktami interesów i kontrola zachowań osób kierujących przedsiębiorstwami.

Teoretycznie zarząd jest podobnie, jak akcjonariusze zainteresowany wzrostem i rozwojem spółki, oraz osiągnięciem przez nią dobrych wyników finansowych. Dobre wyniki z reguły wiążą się z wyższymi wynagrodzeniami i możliwymi premiami dla zarządu. Z reguły stanowią one jednak niewielki ułamek tych wyników, przychodów czy zysków. Środki przeznaczone na szeroko pojęte potrzeby zarządu (czy to wynagrodzenia, bonusy, czy określone benefity, np. dodatki, samochody służbowe) trafiają do zarządu w 100%. W skrajnym przypadku, nieuczciwy zarząd dokonujący malwer-



sacji finansowych będzie mógł otrzymać w ich rezultacie zdecydowaną większą część zmalwersowanych środków (nawet 100%) wyprowadzonych ze spółki, niż mógłby otrzymać w formie premii część środków wypracowanych i pozostawionych w spółce. Powoduje to konflikt interesów, który powinien być w określony sposób zarządzany.

Warto również zwrócić uwagę na różnicę w horyzoncie czasowym pomiędzy firmą a zarządem. Wynika on nie tylko z faktu, że długość życia człowieka ograniczona jest biologicznie, podczas gdy firmy teoretycznie przewidywane są, aby funkcjonowały w nieskończoność. Czas funkcjonowania (pracy) menedżera w spółce w większości kultur, jest zdecydowanie krótszy od okresu życia zawodowego (nie mówiąc już o biologicznym) tych osób i wynosi z reguły kilka lat. Horyzont firmy, z reguły długoterminowy różni się istotnie od horyzontu jej menedżerów, który jest zdecydowanie krótszy.

### **1.3.2. Konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym a akcjonariuszami**

Podobnie ma się sprawa z większościowym akcjonariuszem/udziałowcem. Większościowy udziałowiec/akcjonariusz lub działająca w porozumieniu grupa akcjonariuszy ma za pośrednictwem walnego zgromadzenia możliwość przeformowania podjęcia przez spółkę preferowanych przez siebie decyzji, takich jak m.in. wypłatę dywidendy. Może powołać wskazaną przez siebie radę nadzorczą, która powoła preferowanych przez niego zarząd. Może on więc mieć prawie 100% wpływ na funkcjonowanie spółki przy dużo mniejszym (np. 51%) udziale w akcjach. Taki udziałowiec/akcjonariusz w przypadku podjęcia uchwały o wypłacie tej dywidendy otrzyma wypłatę proporcjonalną do otrzymanych udziałów/akcji, nie zaś proporcjonalną do posiadanej w spółce władzy. W przypadku jednak podjęcia działań zmierzających do wytransferowania części środków ze spółki (np. poprzez transakcje z podmiotami powiązanymi, będącymi w 100% jego własnością) akcjonariusz ten może otrzymać nawet 100% tych środków.

Konieczne jest istnienie mechanizmów ograniczających ryzyko powyższych działań, jak również zdecydowanie mniej radykalnych, choć podobnych w swojej istocie zachowań, tak aby spółka działała w interesie swoich wszystkich akcjonariuszy/udziałowców czy interesariuszy. Jest ono adresowane przez zasady corporate governance, które do tego zmierzają, choć w różnym stopniu skuteczności.

W nowoczesnych ujęciach corporate governance zamiast skupiania się wyłącznie na akcjonariuszach/udziałowcach mowa jest o interesariuszach spółki w interesie których ma ona działać. Abstrahując od uzasadnienia celowości takiego podejścia, ujęcie i uregulowanie konfliktów interesów przy tym podejściu jest trudniejsze i dużo bardziej skomplikowane, gdyż obejmuje obok akcjonariuszy również osoby będące w zupełnie innej relacji ze spółką.

### **1.4. Zakres badań**

Raport opiera się na wynikach ankiet przeprowadzonych w okresie od 5 czerwca do 17 grudnia 2024 roku wśród trzech grup inwestorów rynku kapitałowego: inwestorów indywidualnych, inwestorów profesjonalnych (analityków finansowych i zarządzających aktywami), a także dyrektorów i menedżerów finansowych. Każda z tych grup wnosi unikalną perspektywę na temat wpływu ładu korporacyjnego na podejmowane decyzje inwestycyjne, pozwalając na wszechstronne spojrzenie na tę problematykę. Co istotne ankietowani byli proszeni o udzielanie odpowiedzi w imieniu własnym, a nie w imieniu instytucji ich zatrudniających lub z nimi współpracujących.



Ankieta była w pełni anonimowa, została przeprowadzona online i w ograniczonym zakresie za pośrednictwem ankiet papierowych. CFA Society Poland nie uzyskało i nie posiadało dostępu do żadnych danych osobowych respondentów.

## 1.5. Metoda badawcza

Raport opiera się na analizie wyników ankiet przeprowadzonych wśród:

- inwestorów indywidualnych,
- inwestorów profesjonalnych (analityków finansowych i zarządzających aktywami),
- Dyrektorów i menedżerów finansowych.

Każda z wyżej wymienionych grup respondentów otrzymała inny zestaw pytań, dedykowany dla danej grupy. Wszystkie trzy grupy respondentów otrzymały część podstawową ankiety, a grupa inwestorów profesjonalnych (analityków finansowych i zarządzających aktywami) oraz grupa dyrektorów i menedżerów finansowych otrzymała dodatkowy zestaw pytań - część szczegółową przeznaczoną dla tej konkretnej grupy.

Każda z grup otrzymała pytanie o czynniki corporate governance, które jej zdaniem mają wpływ na wartość firmy dla akcjonariuszy i o czynniki, które dany respondent bierze pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, bądź wydawania rekomendacji inwestycyjnych. Celem takiego ustrukturyzowania tych pytań było wyodrębnienie poglądów respondentów na kwestie wpływu na wartość od faktycznego brania pod uwagę określonych czynników. Dla przykładu inwestor, mimo że uważa dany czynnik za istotny może nie brać go pod uwagę przy dokonywaniu oceny pod kątem inwestycji z uwagi na brak danych do oceny tego czynnika, brak kompetencji do jego oceny lub niemożność dokonania tej oceny wynikającą z innych czynników. Inwestor profesjonalny może z kolei nie uważać jakiś czynników za istotne, ale mimo to brać je pod uwagę z uwagi na politykę bądź regulacje firmy, w której pracuje.

W części szczegółowej badania analitykom oraz zarządzającym aktywami zadano pytania dotyczące wpływu corporate governance i wyceny spółek oraz na wydawane przez nich rekomendacje inwestycyjne. Dodatkowo zapytano o istnienie w ich spółkach formalnej polityki uwzględniania corporate governance w procesie inwestycyjnym, stopień jej przestrzegania oraz wpływ jej ewentualnego zniesienia na wydawanie decyzji i rekomendacji inwestycyjnych.

Dyrektorom i menedżerom finansowym w części szczegółowej zadano pytania o wpływ wprowadzonego standardu na efektywność finansową w spółkach w których pracują.

## 1.6. Szczegółowy opis metodologii

### 1.6.1. Liczba respondentów

- Inwestorzy indywidualni: w badaniu wzięło udział 72 respondentów z tej grupy.
- Analitycy finansowi i zarządzający aktywami: otrzymano odpowiedzi od 34 respondentów z tej grupy.
- Dyrektorzy i menedżerowie finansowi: w tej grupie zebrano 32 odpowiedzi.

*Z uwagi na liczebność zarówno każdej z grup, jak i łącznej liczby respondentów badanie nie ma charakteru badania reprezentatywnego dla polskiego rynku kapitałowego. Pokazuje ono jednak różnorodny stosunek decydentów na rynku finansowym do różnych aspektów corporate governance i zwraca uwagę na aspekty, które wymagają zbadania.*



### 1.6.2. Sposób zbierania danych

Dane zbierano za pomocą ankiet online, które zostały dostosowane do każdej z grup respondentów i ankiet w formie papierowej dla części grupy inwestorów indywidualnych. Ankiety były dostępne za pośrednictwem dedykowanej platformy badawczej, co pozwoliło na dotarcie do odpowiedniej liczby uczestników.

### 1.6.3. Metoda oceny znaczenia czynników corporate governance

Odpowiadając na pytanie ankietowani mieli za zadanie ocenić znaczenie czynników związanych z corporate governance przypisując im jedną z następujących kategorii wag:

- Absolutnie kluczowy (waga – 5)
- Bardzo istotny (waga – 4)
- Istotny (waga – 3)
- Stosunkowo niewielki (waga – 2)
- Mało istotny (waga – 1)
- Pomijalny lub ujemny (waga – 0)

Na podstawie udzielonych odpowiedzi obliczano średnią wartość dla każdego czynnika, co pozwoliło określić jego relatywną istotność. Średnie te stanowiły podstawę do klasyfikacji czynników jako bardziej lub mniej istotnych.

### 1.6.4. Narzędzia analizy

Wyniki zebranych ankiet zostały poddane analizie za pomocą:

- analizy opisowej odpowiedzi zbiorczych - w celu podsumowania podstawowych cech danych,
- analizy opisowej odpowiedzi w ramach poszczególnych grup - w celu podsumowania podstawowych cech danych w poszczególnych grupach,
- porównania krzyżowo odpowiedzi na pytanie o czynniki mające wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy (pytanie wspólne dla wszystkich grup).

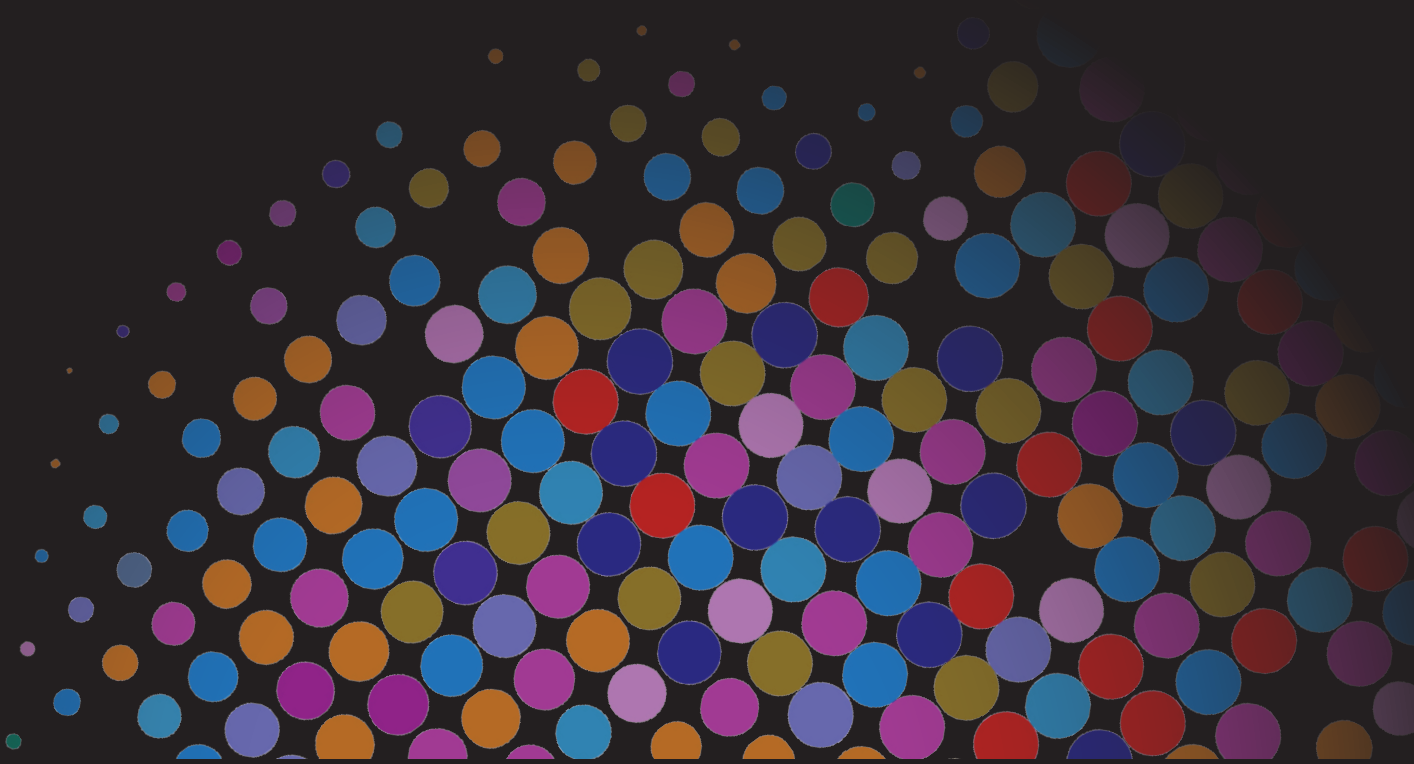
## 1.7. Główne wnioski

Wnioski:

- Zasady ładu korporacyjnego odgrywają istotną rolę w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Inwestorzy, zarówno indywidualni, jak i profesjonalni, zwracają szczególną uwagę na przejrzystość struktury i działalności spółek, kompetencje zarządów oraz efektywność komunikacji z rynkiem.
- Inwestorzy oczekują jasnej strategii biznesowej spółek oraz regularnego informowania o postępach w jej realizacji. Transparentność i czytelność raportów finansowych oraz bieżących są kluczowe dla budowania zaufania rynku.
- Polityka dywidendowa oraz sposób wynagradzania zarządu mają istotne znaczenie dla postrzegania wartości spółki. Inwestorzy preferują powiązanie wynagrodzeń kadry zarządzającej z długoterminowymi wynikami finansowymi.
- Kwestie związane z polityką różnorodności czy środowiskiem nie są jednoznacznie postrzegane jako istotne przez znaczną część respondentów.



- Część respondentów opowiada się za wprowadzeniem regulacji ograniczających możliwość inwestowania w spółki niespełniające określonych standardów corporate governance, jednak większość uważa, że decyzje inwestycyjne powinny pozostawać w gestii inwestorów.
- Znacząca część inwestorów indywidualnych czuje się niewystarczająco przygotowana do oceny standardów corporate governance. Wskazuje to na potrzebę większej edukacji i dostępu do bardziej szczegółowych informacji na ten temat.



## **2. CHARAKTERYSTYKA BADANYCH GRUP**





Ankieta została skierowana do trzech głównych grup decydentów, podejmujących decyzje na rynku kapitałowym, charakteryzujących się różnym poziomem kwalifikacji, wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego:

- Inwestorów indywidualnych,
- Inwestorów profesjonalnych (Analityków finansowych i zarządzających aktywami),
- Dyrektorów i menedżerów finansowych.

Na rynku kapitałowym decyzje podejmowane są w większości przez inwestorów indywidualnych i inwestorów instytucjonalnych, których portfele inwestycyjne zarządzane są przez osoby zarządzające aktywami. Na poziomie spółek decyzje finansowe podejmowane są przez dyrektorów i menedżerów finansowych. Osoby te będąc obecne wewnątrz struktury danej spółki widzą jakie efekty wewnętrzne wywołuje wprowadzenie przez te spółki określonych standardów corporate governance.

## **2.1. Inwestorzy indywidualni**

Inwestorzy indywidualni to osoby fizyczne, które inwestują własne środki w różnorodne instrumenty finansowe, takie jak akcje, obligacje, fundusze inwestycyjne czy inne aktywa rynkowe. Działają na własny rachunek i podejmują decyzje inwestycyjne w oparciu o swoje osobiste przekonania, cele finansowe oraz posiadaną wiedzę na temat rynku. Inwestorzy ci odpowiadają za 12-27% obrotów rocznie na rynku głównym GPW i 69-92% obrotów rocznie na rynku New Connect (w latach 2009-2023). W badaniu wzięły udział łącznie 72 osoby reprezentujące tę grupę respondentów.

### **2.1.1. Zróżnicowane cele inwestycyjne**

Inwestorzy indywidualni nie są homogeniczną grupą. Mogą mieć różnorodne cele inwestycyjne. Nie zawsze są one jednak sprecyzowane, a niekiedy ich oczekiwania odnośnie inwestycji mogą nie być realistyczne. Bardzo rzadko inwestorzy ci definiują je w klasyczny sposób tak, jak: budowanie oszczędności na emeryturę, osiągnięcie zysków kapitałowych, generowanie dochodu pasywnego czy ochrona kapitału przed inflacją. Inwestorzy ci mają tendencje do oczekiwania wysokich stóp zwrotu w stosunkowo krótkim okresie przy nierzadko niskiej tolerancji na ryzyko.

### **2.1.2. Wiedza inwestycyjna**

Grupa inwestorów indywidualnych ma bardzo zróżnicowany poziom wiedzy inwestycyjnej. Zgodnie z badaniami większość inwestorów indywidualnych w Polsce ma wyższe wykształcenie. Nie jest to jednak najczęściej wykształcenie związane bezpośrednio z rynkiem kapitałowym. Wiedzę inwestycyjną większość inwestorów indywidualnych czerpie z dotychczasowego doświadczenia inwestycyjnego. Poziom jej w dużej mierze zależy od stażu inwestora na rynku oraz od fazy w jakiej ten staż miał miejsce. Mniej doświadczeni inwestorzy, którzy doświadczili tylko niektórych faz rynku kapitałowego (w szczególności hossy) niekiedy zakładają, że dana faza będzie trwać cały czas i są mocno zaskakiwani zmianą trendu.

### **2.1.3. Podstawy podejmowania decyzji inwestycyjnych**

Inwestorzy indywidualni często bardziej niż inwestorzy zawodowi, reagują na zmiany w otoczeniu rynkowym, takie jak wahania cen akcji, informacje prasowe czy wydarzenia gospodarcze, czy jednostkowe informacje ze spółek. Ich decyzje mogą być również kształtowane przez trendy rynkowe, rekomendacje analityków oraz opinie innych inwestorów. Rzadziej przeprowadzają wyceny, czy korzystają z klasycznej analizy fundamentalnej. Z tego też powodu mogą



przywiązywać mniejszą wagę do informacji stanowiących podstawę do analizy fundamentalnej, a większą do tzw. newsów, czyli informacji wpływających na krótkoterminowe postrzeganie sytuacji spółki. Mimo, że żadna grupa inwestorów nie jest odporna na tzw. mentalność zbiorową 'herd mentality' mniej doświadczeni z inwestorów indywidualnych ulegają jej częściej niż inwestorzy profesjonalni, czy bardziej doświadczeni inwestorzy z tej grupy.

#### **2.1.4. Dostęp do informacji**

W dobie cyfryzacji i rozwoju technologii inwestorzy indywidualni mają łatwiejszy dostęp do informacji o rynku, danych finansowych oraz analiz. Wiele platform inwestycyjnych oferuje narzędzia analityczne, które pozwalają tej kategorii inwestorów na dokładniejsze oceny potencjalnych inwestycji. Inwestorzy indywidualni mają jednak w porównaniu z inwestorami profesjonalnymi problem z przetwarzaniem tych informacji. Mają oni ograniczony dostęp do profesjonalnych narzędzi oraz wsparcia specjalistów, a działalność inwestycyjna z reguły jest dla nich działalnością uboczną w stosunku do działalności zawodowej czy biznesowej. W porównaniu do inwestorów instytucjonalnych, często brakuje im dostępu do badań i analiz zewnętrznych, których nie otrzymują w takich ilościach, otrzymują z opóźnieniem, bądź nie otrzymują wcale.

#### **2.2. Inwestorzy profesjonalni (analitycy finansowi i zarządzający aktywami)**

Analitycy finansowi odgrywają kluczową rolę w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych zarówno na rynku akcji, jak i innych instrumentów finansowych. Ich głównym zadaniem jest ocena wartości firm oraz prognozowanie ich przyszłych wyników finansowych, ocena ryzyka inwestycji, analiza czynników mających wpływ na wzrost czy spadek kursu danego instrumentu finansowego. Na podstawie przeprowadzonych wycen i analiz wydają rekomendacje będące zaleceniem określonego zachowania przez inwestorów (kupna, sprzedaży bądź utrzymywania danej pozycji w portfelu). Są grupą profesjonalistów inwestycyjnych posiadających wiedzę, umiejętności i profesjonalne narzędzia do analizy spółek i instrumentów finansowych. Analitycy mają też szeroki dostęp do danych obejmujący poza sprawozdaniami spółek, analizy rynkowe, czy raporty analityczne innych analityków 'sell-side'. Efekty ich pracy stanowią podstawę do podejmowania decyzji inwestycyjnych przez zarządzających aktywami i inwestorów.

Analitycy zatrudnieni w instytucjach zarządzających aktywami ('buy-side') pracują na potrzeby tych instytucji, a ich praca stanowi bazę do podejmowania decyzji przez zarządzających aktywami.

Analitycy zatrudnieni w domach maklerskich i bankach inwestycyjnych (lub niekiedy agencjach zajmujących się sporządzaniem analiz) ('sell-side') sporządzają analizy, które instytucja, dla której pracują przekazuje innym inwestorom. Mogą to być zarówno inwestorzy indywidualni, jak i firmy profesjonalnie zarządzające aktywami.

Adresatami analiz są zarządzający aktywami. Podejmują oni decyzje inwestycyjne na podstawie analiz wewnętrznych i zewnętrznych.

Inwestorzy instytucjonalni, których portfelami zarządzają profesjonalni zarządzający odpowiadają za 19-38% obrotów rocznie na rynku głównym GPW i 4-24% obrotów rocznie na rynku New Connect (w latach 2009-2023). W tej grupie respondentów odpowiedzi udzieliło 35 osób. Wśród nich wyróżnia się analityków buy-side oraz zarządzających aktywami (12 osób - 33,3% wszystkich respondentów w tej grupie), analityków sell-side, (3 osoby - 8,3% wszystkich



respondentów w tej grupie), a także pozostałych profesjonalistów rynku finansowego (20 osób - 55,6% wszystkich respondentów w tej grupie).

### **2.2.1. Cele inwestycyjne**

Inwestorzy profesjonalni, mimo że podejmują lub mają wpływ na decyzje inwestycyjne nie mają wpływu na formalne cele inwestycyjne zarządzanych przez siebie portfeli. Są one określone w statutach funduszy bądź umowach o zarządzanie portfelem. Sposób zarządzania przez nich portfelami inwestycyjnymi determinują również benchmarki (portfele odniesienia), wykorzystywane do zarządzania, które w dużej mierze determinują strukturę i charakterystykę zarządzanych portfeli. Firmy zarządzające aktywami posiadają szereg regulacji wewnętrznych dotyczących zarządzania aktywami, które odgórnie ustalają zasady uwzględniania roli corporate governance przy ocenie spółek będących w portfelu inwestycyjnym i w procesie inwestycyjnym.

### **2.2.2. Wiedza inwestycyjna**

Inwestorzy profesjonalni posiadają wysoki poziom wiedzy inwestycyjnej, z racji posiadanego wykształcenia i doświadczenia zawodowego. O ile przygotowanie teoretyczne często jest bardzo podobne, o tyle zdobyte doświadczenie zawodowe w różny sposób kształtuje sposób działania profesjonalistów inwestycyjnych. Indywidualne doświadczenia inwestorów profesjonalnych zależą od okoliczności, w jakich były zdobywane, rodzaju rynku, na jakim było zdobywane oraz fazy rynku, jakiego doświadczył inwestor. Powoduje to, że mimo z reguły podobnego wykształcenia opinie poszczególnych inwestorów mogą się istotnie różnić. Dotyczy to również kwestii, które nie są tradycyjnie częścią nauki finansów – do których można również zaliczyć niektóre aspekty corporate governance.

### **2.2.3. Podstawy podejmowania decyzji inwestycyjnych**

Procesy inwestycyjne w firmach zarządzających aktywami, w ramach których funkcjonują inwestorzy profesjonalni regulowane są regulacjami i przepisami wewnętrznymi tych firm. Stopień ich skomplikowania jest różny i co do zasady zależy od wielkości firmy. Z reguły określony jest ramowo proces inwestycyjny, osoby i organy biorące w nim udział, jak również limity inwestycyjne i warunki jakie muszą być spełnione przy przekroczeniu określonych limitów. W większości wypadków w firmie funkcjonuje komitet inwestycyjny, który określa ramy działalności inwestycyjnej poszczególnych funduszy i części portfela. Jego zgody wymagać mogą decyzje alokacyjne, przekroczenie określonych limitów inwestycyjnych, czy wpis określonego instrumentu na listę transakcyjną. Wiele firm posiada regulacje dedykowane ESG (w tym corporate governance). Poszczególne decyzje inwestycyjne (w ramach limitów, po uzyskaniu zgód itp.) są jednak z reguły podejmowane przez poszczególnych zarządzających indywidualnie. Teoretycznie bazą do tych decyzji jest analiza fundamentalna (w tym analiza finansowa) i jest ona bardzo sformalizowana. Praktycznie, w większości decyzji inwestycyjnych jest duży element uznania i indywidualnej decyzji zarządzającego.

### **2.2.4. Dostęp do informacji**

Inwestorzy profesjonalni mają pełny dostęp informacji finansowych publikowanych przez spółki i stosunkowo szeroki dostęp do analiz i raportów analitycznych publikowanych opracowywanych przez analityków zewnętrznych. Z racji zarządzania portfelami większych podmiotów dostęp ten może być znacząco większy niż w przypadku inwestorów indywidualnych. Mając do dyspozycji pracowników inwestorzy profesjonalni mają większe możliwości analizy danych.



Nie znaczy to jednak, że wszyscy inwestorzy profesjonalni na szeroką skalę wykorzystują raporty czy analizy branżowe lub rynkowe które nie są publikowane przez instytucje rynku kapitałowego.

## **2.3. Dyrektorzy i menedżerowie finansowi**

Dyrektorzy i menedżerowie finansowi co do zasady nie podejmują decyzji inwestycyjnych dotyczących nabywania i sprzedaży akcji innych spółek, a niekiedy nie podejmują w ogóle decyzji inwestycyjnych. Są to jednak osoby, które z jednej strony rozumieją decyzje finansowe i ich skutki, a z drugiej strony znajdują się wewnątrz swoich firm. Są oni w stanie ocenić jakie skutki finansowe w firmach, w których pracują, wywołały określone decyzje podjęte przez te firmy.

Perspektywa dyrektorów i menedżerów finansowych, jest zupełnie inna niż perspektywa inwestorów, czy to indywidualnych, czy profesjonalnych. Posiadają oni bardzo szczegółową i unikalną wiedzę odnośnie do sytuacji finansowej firmy, w której pracują. Nie mają jednak tak szerokiej perspektywy, jaką mają inwestorzy profesjonalni, gdyż ich codzienna działalność związana jest z jedną firmą, a nie z szeregiem firm z różnych branż czy rynków w które inwestują.

Tę grupę respondentów tworzą osoby pełniące różne role związane z zarządzaniem finansami, kontrolingiem oraz administrowaniem finansami spółek. W ramach tej grupy należy wyróżnić następujące podgrupy respondentów: dyrektorzy finansowi/CFD, stanowiący 37,5% badanych, (12 osób), pracownicy działu finansowego, reprezentujący 25% respondentów (8 osób), dyrektorzy strategiczni/CEO, pracownicy działu kontrolingu (6,25% - 2 osoby), konsultanci (6,25% - 2 osoby) oraz audytorzy (6,25% - 2 osoby). Dodatkowo w badaniu wzięły udział osoby określone jako „inne” (12,5% - 4 osoby) oraz pojedynczy reprezentanci następujących stanowisk: Senior FP&A Manager (3,13% - 1 osoba), Kontroler finansowy (3,13% - 1 osoba), Chief Accountant (3,13% - 1 osoba) oraz Fund Administration & Oversight Manager (3,13% - 1 osoba).

### **2.3.1. Cele inwestycyjne**

Cele działania dyrektorów i menedżerów finansowych w dużej mierze zależą od specyfiki danej firmy, jej sytuacji, oczekiwań jej zarządu i akcjonariuszy. Dyrektorzy i menedżerowie finansowi związani są z procesami księgowymi i podatkowymi. Biorą udział w prowadzeniu rachunkowości finansowej, zarządczej i podatkowej. W większości przypadków ich głównym celem ściśle związanym z zarządzaniem finansowym jest zapewnienie finansowania spółki, zarządzanie strukturą finansowania oraz zarządzanie wolnymi środkami pieniężnymi. Niekiedy osoby te również analizują i biorą udział w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych związanych z inwestycjami w inne podmioty, czy to o charakterze finansowym, czy też o charakterze strategicznym.

### **2.3.2. Wiedza finansowa**

Dyrektorzy i menedżerowie finansowi posiadają wysoki poziom wiedzy finansowej, księgowej i podatkowej. Wynika on z posiadanego wykształcenia i praktyki zawodowej. Poziom wiedzy ściśle inwestycyjnej u dyrektorów i menedżerów finansowych zależy bardzo od ich doświadczenia w obecnej czy poprzednich firmach. O ile ich przygotowanie teoretyczne w tej dziedzinie może być znaczne o tyle, niekiedy osoby te nie podejmują zbyt wielu decyzji inwestycyjnych w swojej karierze. W takiej sytuacji doświadczenie w tym zakresie jest dość mocno ograniczone.



### **2.3.3. Podstawy podejmowania decyzji finansowych i inwestycyjnych**

Procesy księgowe, rachunkowe czy podatkowe w firmach dość szczegółowo regulowane są regulacjami i przepisami wewnętrznymi tych firm. Niekiedy bardzo istotną rolę odgrywa również praktyka danej firmy (tzw. *usus*). Procesy inwestycyjne (czy z zakresu lokowania środków pieniężnych, czy z zakresu inwestycji strategicznych) mogą jednak być regulowane w dużo mniejszym stopniu. Firmy stanowiące część dużych grup kapitałowych charakteryzują się większym stopniem sformalizowania tych procesów. Mniejsze firmy niekiedy regulują je w niewielkim stopniu bądź wręcz wcale. Istotny wpływ ma na to często fakt, że decyzje inwestycyjne (za wyjątkiem prostych czynności dotyczących spraw związanych z bieżącym prowadzeniem działalności gospodarczej jak np. założenia lokaty bankowej) nie są podejmowane w firmach nie-inwestycyjnych, tak często jak w firmach zajmujących się profesjonalnie inwestowaniem.

### **2.3.4. Dostęp do informacji**

Dyrektorzy i menedżerowie finansowi mają najpełniejszy dostęp do informacji finansowych dotyczących firmy, w której pracują. Dostęp ten jest nieporównywalnie szerszy od tego, który posiadają inwestorzy spoza struktury wewnętrznej spółki. Z tego powodu odpowiedzi tej grupa są szczególnie istotne dla tego badania. Badania dotyczące Corporate governance, czy ESG bardzo rzadko skupiają się na faktycznych zmianach jakie w sytuacji firmy wywołują określone działania, bądź przyjęcie określonych standardów.

Badania dotyczące corporate governance, czy ESG bardzo rzadko skupiają się na faktycznych zmianach jakie w sytuacji firmy wywołuje wdrożenie określonych standardów ładu korporacyjnego. Niniejszy projekt ma pomóc wypełnić tę lukę poprzez zebranie poglądów osób, które na co dzień kształtują procesy zarządcze i finansowe.



# **3. WYNIKI ANKIET – ANALIZA WEDŁUG GRUPY RESPONDENTÓW**

### 3.1. Inwestorzy indywidualni

W ankiecie skierowanej do inwestorów indywidualnych zadano pytania dotyczące wpływu różnych czynników na wartość spółki oraz ich znaczenia przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Respondenci oceniali, które elementy corporate governance są istotne, w jakim stopniu uwzględniają je w swoich decyzjach, oraz porównywali ich znaczenie z czynnikami finansowymi, takimi jak przepływy pieniężne czy stopa dyskonta. Dodatkowo pytano o ich opinię na temat ewentualnych prawnych ograniczeń inwestowania w zależności od zgodności spółek z zasadami corporate governance oraz o samoocenę własnych kwalifikacji w tej dziedzinie. Poniżej przedstawiono odpowiedzi respondentów udzielone na poszczególne pytania.

#### 3.1.1. Wskazanie czynników mających wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy

Pierwsze pytanie, jakie zadano ankietowanym brzmiało „*Które z poniższych czynników corporate governance mają Twoim zdaniem wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy?*”

Pytanie składało się z dwóch części:

- obligatoryjnej, w ramach której respondenci dokonywali oceny 18 czynników z zamkniętej listy, wcześniej określonej przez twórców ankiety,
- nieobowiązkowej, w ramach której respondenci mieli możliwość wskazania dowolnych własnych propozycji czynników, które według nich wpływają na wartość spółki, oraz przypisania im odpowiednich wag spośród dostępnych kategorii.

W oparciu o odpowiedzi ankietowanych obliczono średnie oceny istotności poszczególnych czynników.

#### Wpływ czynników corporate governance na wartość spółki dla akcjonariuszy





## A. Część 1: Ocena ogólnie wyznaczonych czynników z listy

### Czynniki uznane za najistotniejsze (średnia ocen: co najmniej 4,00)

Na podstawie wyników ankiety można stwierdzić, że inwestorzy indywidualni najwyżej ocenili te czynniki z zakresu corporate governance, które bezpośrednio przekładają się na przejrzystość działań spółki oraz komunikację z inwestorami. Szczególnie wyróżniono:

- **Sprawną komunikację z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów (średnia 4,28)** – ponad 87% respondentów uznało ten czynnik za „bardzo istotny” lub „absolutnie kluczowy”, co przełożyło się na najwyższą średnią ocen w całym zestawieniu.
- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji (średnia 4,18)** – strategia firmy, jej transparentność oraz możliwość bieżącego monitorowania postępów została wskazana jako „absolutnie kluczowa” przez 43,06% ankietowanych oraz jako „bardzo istotny” przez 36,11% respondentów (razem 79,17%).
- **W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym - wypłatę dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy (średnia 4,15)** – ten czynnik związany z polityką dywidend i komunikacją na temat reinwestycji, został oceniony przez 77,78% respondentów jako „absolutnie kluczowy” lub jako „bardzo istotny”.
- **Wyszktałenie, specjalistyczną wiedzę oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki (średnia 4,11)** – ten czynnik został oceniony przez 77,78% respondentów jako „absolutnie kluczowy” lub jako „bardzo istotny”. Nikt nie wskazał, że czynnik ten miałby być „pomijalny” lub „ujemny”.
- **Przejrzystość struktury i biznesu spółki (średnia 4,07)** – inwestorzy wysoko ocenili ten czynnik, podkreślając jego znaczenie dla lepszego zrozumienia działania organizacji; ten czynnik został oceniony przez 73,61% respondentów jako „absolutnie kluczowy” lub jako „bardzo istotny”. Tylko 1,39% respondentów uznało ten czynnik za „pomijalny lub ujemny”, co potwierdza jego istotną rolę w ocenie wartości spółki.

### Czynniki o wysokim stopniu istotności (średnia ocen: co najmniej 3,50)

Oprócz powyższych, wysokie oceny w kategoriach „bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy” otrzymały także inne czynniki, takie jak:

- **Uzależnienie wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki (średnia 3,81)** – czynnik ten wskazuje na wyraźne oczekiwanie inwestorów wobec zarządu, aby jego wynagrodzenie było powiązane z trwałym sukcesem firmy. Świadczy o tym fakt, że łącznie 68,06% wszystkich respondentów w tej grupie uznało go za „bardzo istotny” (43,06%) lub za „absolutnie kluczowy” (25%). Zaledwie 2,78% respondentów oceniło go jako „mało istotny”.
- **Wypłacanie członkom zarządu wynagrodzenia stałego oraz zmiennego, którego wysokość byłaby uzależniona od osiągnięcia przez spółkę mierzalnych celów (średnia 3,76)** – 43,1% respondentów oceniło ten czynnik jako „bardzo istotny”, a kolejne 24% jako „absolutnie kluczowy” (łącznie 67,1%). Kolejne 22% ankietowanych wskazało na „istotny” wpływ tego czynnika, podczas gdy ok. 11% uznało go za „stosunkowo niewielki” lub „mało istotny”.
- **Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy (średnia 3,68)** – ponad 27% respondentów uznało go za „absolutnie kluczowy”, a 26,4% za „bardzo istotny” (w sumie 54,2% najwyższych kategorii). Kolejne 33,3% przyznało mu ocenę „istotny”, co razem daje 87,5% głosów wskazujących na wyraźny pozytywny wpływ na wartość spółki.



Tylko 12,5% sklasyfikowało ten czynnik „stosunkowo niewielki” lub „mało istotny”.

- **Obecność faktycznie niezależnych członków w radzie nadzorczej (średnia 3,65)** - około 35% badanych określiło tę kwestię jako „bardzo istotną”, a blisko 24% – „absolutnie kluczową”. Łącznie daje to 58% najwyższych ocen, a kolejne 29% wskazało, że jest to czynnik „istotny”. Zaledwie 12,5% respondentów uznało, że niezależność członków rady nadzorczej ma „małe” bądź „stosunkowo niewielkie” znaczenie.

- **Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw (średnia 3,56)** - największa grupa respondentów (40,3%) przypisała temu czynnikowi wagę „bardzo istotnych”, a kolejne 15,3% oceniło je jako „absolutnie kluczowe”. Dalsze 31,9% respondentów wybrało kategorię „istotny”. Jedynie około 12,5% określiło ten czynnik jako „stosunkowo niewielki” lub „mało istotny”.

- **Sposób ujawniania i zarządzania konfliktami interesów (średnia 3,53)** - ponad 19% respondentów uznało go za „absolutnie kluczowy”, a 30,6% za „bardzo istotny”. Kolejne 36,1% wskazało na „istotny” wpływ tego czynnika. Zaledwie nieco ponad 13% inwestorów indywidualnych oceniło jego wpływ jako „mało istotny” lub „stosunkowo niewielki”.

- **Liczba i przejrzystość dokonywanych transakcji z podmiotami powiązanymi ze spółką lub akcjonariuszami (nieskonsolidowanymi) (średnia 3,53)** - 18,1% badanych określiło ten czynnik jako „absolutnie kluczowy”, a ponad 30% wskazało na jego „bardzo istotny” wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy (łącznie ok. 48%). Dalsze 36,1% oceniło ten czynnik jako „istotny”. Nieliczne głosy (ok. 13% łącznie) uznały istotność przejrzystości transakcji z podmiotami powiązanymi za „mało istotną” lub „stosunkowo niewielką”.

#### Czynniki uznane za najmniej istotne (średnia ocen: poniżej 3,00)

Wśród czynników, które zostały ocenione jako mniej istotne dla wartości spółki, można wyróżnić te, które uzyskały stosunkowo niskie wyniki w kategoriach najwyższej wagi lub zostały ocenione jako „pomijalne” przez część respondentów.

- **Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie** – ten czynnik uzyskał ocenę 2,81, przy czym najwyższy odsetek respondentów (26,4%) uznał go za „istotny”, a kolejno 19,4% wskazało na „stosunkowo niewielki” poziom znaczenia. Nieco ponad 18% badanych przyznało temu czynnikowi kategorię „bardzo istotny”, ale niemal taka sama grupa (18,1%) uznała go za „pomijalny lub ujemny”. Mniej więcej 12,5% oceniło tę kwestię jako „mało istotną”, a stosunkowo niewielki odsetek (5,6%) dostrzegł w niej „absolutnie kluczowe” znaczenie.

- **Wdrożenie polityki wynagrodzeń, zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn oraz jej przestrzeganie** – w przypadku tego czynnika pojawiły się dwie skrajne postawy: aż 27,8% uznało ten czynnik za „pomijalny lub ujemny”, natomiast 22,2% przypisało mu wagę „istotną”. Relatywnie niewiele osób (8,3%) określiło politykę różnorodności jako „bardzo istotną”, a tylko 4,2% badanych przyznało jej status „absolutnie kluczowy”. Znaczna część respondentów (łącznie blisko 38% odpowiedzi „mało istotny” i „stosunkowo niewielki”) umiejscawia ten aspekt governance raczej po stronie czynników o ograniczonym znaczeniu. Udzielone odpowiedzi przełożyły się na średnią ocenę 2,46 – najniższą spośród wszystkich czynników.

#### Kluczowe wnioski z wyników ankiety

Z odpowiedzi wyłania się kilka istotnych wniosków, które mogą być pomocne w zrozumieniu oczekiwań inwestorów oraz kluczowych aspektów corporate governance:



- **Komunikacja jako fundament wartości spółki:** zdecydowana większość respondentów w tej grupie uznała, że sprawna i wysokiej jakości komunikacja z rynkiem jest jednym z najważniejszych elementów wpływających na wartość spółki.
- **Znaczenie transparentnej strategii biznesowej:** ankietowani podkreślili wagę jasnej i przejrzystej strategii oraz regularnej informacji na temat jej realizacji.
- **Polityka dywidend i reinwestycji:** wyniki wskazują, że komunikacja w zakresie przeznaczenia zysków firmy, zarówno w kontekście dywidend, jak i inwestycji, ma kluczowe znaczenie dla inwestorów indywidualnych.
- **Rola kompetencji zarządu i rady nadzorczej:** kompetencje, wiedza i doświadczenie osób zarządzających spółką zostały ocenione jako bardzo istotne dla jej wartości.
- **Przejrzystość organizacyjna:** transparentność w funkcjonowaniu struktury i działalności operacyjnej firmy jest szeroko doceniana, choć nieliczni respondenci wskazali, że nie ma ona dla nich dużego znaczenia.
- **System wynagradzania promujący długoterminowe wyniki:** większość ankietowanych oczekuje, że wynagrodzenie zarządu będzie powiązane z długofalowym sukcesem spółki, co motywuje do osiągania trwałych wyników.
- **Równe traktowanie akcjonariuszy:** w kontekście skupu akcji własnych inwestorzy oczekują niedyskryminującego podejścia wobec różnych grup akcjonariuszy.
- **Znaczenie niezależności nadzoru korporacyjnego:** obecność niezależnych członków w radzie nadzorczej została oceniona jako ważny element, budujący zaufanie i wspierający wartość spółki.
- **Podzielone opinie na temat polityki różnorodności i wynagrodzeń:** Zarówno polityka różnorodności, jak i zasady równości płac budzą różne opinie wśród tej grupy respondentów – część uznaje je za istotne, inni nie widzą ich wpływu na wartość spółki.

## B. Część 2: Czynniki wybrane przez respondentów

W ramach uzupełnienia pytania dotyczącego przypisania określonej istotności zaproponowanym czynnikom corporate governance wpływającym na wartość spółki dla akcjonariuszy, uczestnikom ankiety umożliwiono wskazanie dodatkowych, swobodnie wybranych czynników, które nie zostały wymienione w ankiecie, a które ich zdaniem, w istotny sposób, wpływają na wartość spółki. Respondenci mieli możliwość zapisania swoich dowolnych propozycji czynników oraz przypisania im odpowiedniej wagi, odzwierciedlającej znaczenie danego czynnika. Czynniki te nie były w żaden sposób weryfikowane przez autorów raportu. Biorąc pod uwagę niewielką liczbę respondentów, którzy zdecydowali się dopisać dodatkowe odpowiedzi, odpowiedzi te należy traktować, bardziej jako zwrócenie uwagi na określone kwestie, niż ocenę ich ważności w tej grupie inwestorów.

Dodatkowe czynniki zostały wskazane przez 17 respondentów, których odpowiedzi zostały uszeregowane i omówione poniżej, z podziałem na kryteria tematyczne.

### Polityczne powiązania spółek

Osoby, które zdecydowały się dodać dodatkową odpowiedź podkreśliły, że odpolitycznienie spółek ma kluczowe znaczenie dla ich wartości. Świadczą o tym następujące odpowiedzi udzielone przez respondentów

- Apolityczność, brak angażowania się organów spółek w politykę państwa i samorządów – Bardzo istotny
- Odpolitycznienie spółki – Absolutnie kluczowy
- Skala nominacji politycznych – Bardzo istotny



W ocenie osób, które zdecydowały się dopisać odpowiedź zaangażowanie w politykę jest postrzegane jako czynnik negatywnie wpływający na wartość spółki. Transparentność i niezależność od wpływów politycznych stanowią istotne oczekiwania inwestorów.

### **Transparentne i etyczne zarządzanie**

Z odpowiedzi dodanych przez respondentów wynika, że transparentne i etyczne zarządzanie działalnością spółki może być postrzegane, jako fundament budowania zaufania wśród akcjonariuszy. Świadczą o tym następujące odpowiedzi:

- Transparentność procesów dotyczących mianowania zarządu – Absolutnie kluczowy
- Czytelność raportów bieżących – Bardzo istotny
- Wewnętrzny kodeks etyki zapewniający anonimowość sygnalistów – Bardzo istotny
- Wysoki poziom etyczny członków organów spółki – Bardzo istotny
- Brak okradania inwestorów mniejszościowych – Absolutnie kluczowy

Osoby, które zdecydowały się dopisać odpowiedź wskazały, że w ich ocenie na wartość spółki dla akcjonariuszy istotnie wpływają procesy zapewniające transparentność działań zarządu, etykę w zarządzaniu oraz ochronę interesów akcjonariuszy, szczególnie mniejszościowych.

### **Relacje z akcjonariuszami**

Budowanie relacji z akcjonariuszami poprzez budowanie jej wartości oraz wprowadzanie dodatkowych korzyści wiążących się z zaangażowaniem w spółkę to istotny aspekt podnoszący atrakcyjność inwestycyjną spółki dla niektórych inwestorów indywidualnych. Czynniki, które zostały dopisane:

- Nadrzędny, podstawowy cel istnienia spółki publicznej to tworzenie wartości dla właściciela, akcjonariusza – Absolutnie kluczowy
- Dodatkowe korzyści płynące z bycia akcjonariuszem (np. spotkania, rabaty) – Bardzo istotny
- Wprowadzenie programów partnerskich, lojalnościowych dla inwestorów – Absolutnie kluczowy

Powyższe odpowiedzi mogą świadczyć o docenianiu inicjatyw, które wykraczają poza tradycyjne korzyści z inwestowania takie jak chociażby programy lojalnościowe czy wprowadzenie rabatów na towary/usługi spółki, a także wspierają większe zaangażowanie akcjonariuszy w działalność spółki, np. poprzez spotkania inwestorskie.

### **Wyniki finansowe spółki**

Stabilna sytuacja finansowa to kolejny istotny obszar wskazany przez respondentów, którzy zdecydowali się dopisać istotne ich zdaniem czynniki, wyróżnili następujące czynniki dodatkowe:

- Wzrost zadłużenia – Bardzo istotny
- Publikowanie prognoz – Istotny

O ile powyższe czynniki nie należą stricte do obszaru corporate governance wydaje się, że wskazują one na oczekiwanie jasnych informacji finansowych.

### **ESG i parytety płci**

Mimo zawężenia obszaru badania do corporate governance niektórzy respondenci dopisali czynniki związane z ESG



jako takim. Co ciekawe przez te osoby zostały one ocenione jako mało istotne lub wręcz negatywne w kontekście wpływu na wartość spółki. Poniżej wskazano odpowiedzi udzielone przez respondentów:

- ESG – Pomijalny lub ujemny
- Raportowanie ESG – Pomijalny lub ujemny
- Parytety płci we władzach – Pomijalny lub ujemny

Należy zwrócić uwagę, że kwestia różnorodności w zarządach była przedmiotem pytania ankiety i tam odpowiedzi nie były tak jednoznaczne. Część inwestorów uznawała je za istotne, część nie.

### Podsumowanie czynników dodanych przez niektórych respondentów.

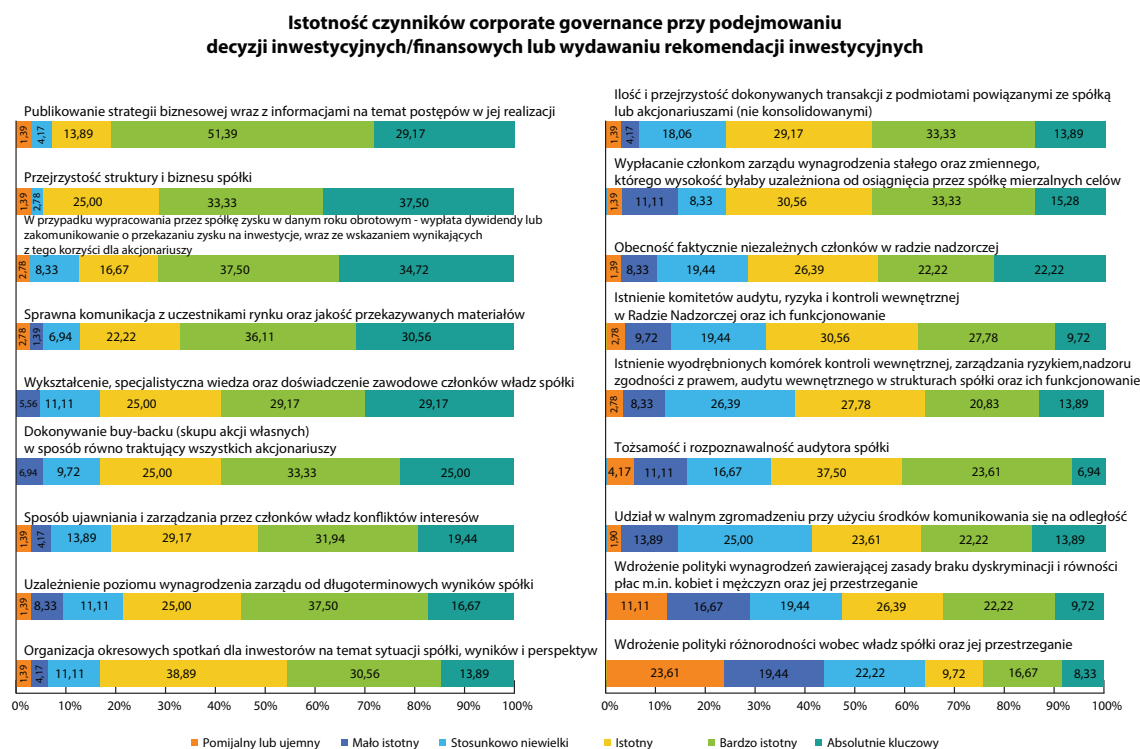
Na podstawie udzielonych odpowiedzi można wyodrębnić trzy najistotniejsze wskazane czynniki:

- Transparentność i etyczne zarządzanie – w tym ochrona interesów akcjonariuszy, zwłaszcza mniejszościowych, oraz przejrzystość procesów decyzyjnych w zarządzie.
- Niezależność od wpływów politycznych – respondenci postrzegają odpolitycznienie spółek jako kluczowy czynnik budujący wartość.
- Budowanie wartości dla akcjonariuszy – zarówno poprzez wzrost wartości spółki, jak i inicjatywy wzmacniające relacje z akcjonariuszami, takie jak programy lojalnościowe czy dodatkowe benefity.

### 3.1.2. Wskazanie czynników uwzględnianych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

Kolejne pytanie dla ankietowanych brzmiało „**W jakim stopniu bierzesz pod uwagę poniższe czynniki podejmując decyzje inwestycyjne/finansowe lub wydając rekomendacje inwestycyjne?**” Ankietowani mieli za zadanie ocenić znaczenie tych samych 18 wcześniej analizowanych czynników dotyczących corporate governance na podejmowanie przez nich decyzji inwestycyjnych lub wydawanie rekomendacji inwestycyjnych.

Respondenci udzielili następujących odpowiedzi:





### Czynniki uznane za najistotniejsze (średnia ocen: co najmniej 4,00)

Następujące czynniki, uzyskały najwięcej ocen w kategoriach „bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy” (łączna suma powyżej 70%) i wskazują kluczowe elementy decyzyjne dla inwestorów indywidualnych:

- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji (średnia 4,03)** – jeden z dwóch najwyżej ocenianych czynników. 80,56% respondentów wskazało ten czynnik jako „bardzo istotny” (51,39%) lub „absolutnie kluczowy” (29,17%). Nikt ocenił wpływu tego czynnika jako „pomijalny lub ujemny” wpływ.
- **Przejrzystość struktury i biznesu spółki (średnia: 4,03)** – 70,83% ocen w dwóch najwyższych kategoriach, z czego 33,32% jako „bardzo istotny” i 37,5% jako „absolutnie kluczowy”. Udzielone odpowiedzi, klasyfikujące ten czynnik ex aequo na pierwszy miejscu wyraźnie wskazują na potrzebę zrozumienia struktury firmy przez inwestorów.

### Czynniki o wysokim stopniu istotności (średnia ocen: co najmniej 3,50)

Oprócz powyższych, wysokie oceny w kategoriach „bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy” otrzymały także inne czynniki, takie jak:

- **W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym - wypłata dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje, wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy (średnia 3,93)** – niemal 38% respondentów zaklasyfikowało go do kategorii „bardzo istotny”, a kolejne 35% do „absolutnie kluczowy”, co łącznie stanowi 73% najwyższych not. Dalsze 17% badanych oceniło ten czynnik jako „istotny”, podczas gdy niewielkie grupy (ok. 8% i 3%) ankietowanych wskazały odpowiednio „stosunkowo niewielki” lub „mało istotny” wpływ na decyzje inwestycyjne.
- **Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów (średnia 3,90)** – ponad jedna trzecia ankietowanych (36%) określiła jego wpływ jako „bardzo istotny”, a kolejne 31% – „absolutnie kluczowy”. Dodatkowo 22% respondentów wskazało na „istotny” wpływ tego czynnika. Zaledwie ok 3% respondentów oceniło jego istotność jako „pomijalną lub ujemną”.
- **Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki (średnia 3,65)** – łącznie 58% respondentów przyznało mu ocenę „absolutnie kluczową” (29% odpowiedzi) lub „bardzo istotną” (również 29%). Dalsze 25% inwestorów indywidualnych uznało kompetencje zarządu i rady nadzorczej za „istotne”, a jedynie ok. 12% respondentów wskazało na „mało istotny” lub „stosunkowo niewielki” wpływ tego czynnika
- **Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy (średnia 3,60)** – ok. 58% ocen w kategoriach najwyższej wagi, w tym 33% jako „bardzo istotny” i 25% jako „absolutnie kluczowy”. Należy podkreślić, że niemalże 17% respondentów uznało go za mniej istotny, co sugeruje różnorodne podejście do tego aspektu. Żaden z badanych nie określił wpływu tego czynnika jako „pomijalnego lub ujemnego”.

### Czynniki uznane za najmniej istotne (średnia ocen: poniżej 3,00)

Wśród czynników, których wpływ na decyzje i rekomendacje inwestycyjne inwestorów indywidualnych został oceniony jako mniej istotny dla wartości spółki, można wyróżnić te, które uzyskały stosunkowo niskie wyniki w kategoriach najwyższej wagi lub zostały ocenione jako „pomijalne lub ujemne” przez część respondentów:

- **Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki (średnia 2,99)** – rozpoznawalność audytora otrzymała niemal 30% głosów w kategoriach „bardzo istotny” (ok. 24%) lub „absolutnie kluczowy” (7%). Zdecydowanie przeważają jednak oceny umiarkowane („istotny” – 37,5%), a łącznie 23% badanych uznało, że czynnik ten ma „małe” lub „sto-



sunkowo niewielkie" znaczenie.

- **Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość (średnia 2,97)** – co ciekawe łącznie 40,28% ankietowanych przypisało temu czynnikowi wagi „pomijalny lub ujemny”, „mało istotny” lub „stosunkowo niewielki”. Jednocześnie dla 59,72% respondentów jest to co najmniej „istotny” czynnik.
- **Wdrożenie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac (średnia 2,88)** – dla 22,2% respondentów kwestia ta jest „bardzo istotna”, a 9,7% uznało ją za „absolutnie kluczową” w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych. Łącznie 20,8% respondentów oceniło wpływ tego czynnika jako „istotny”. Kolejne 16,7% zaliczyło oceniło go jako „mało istotny”, a 19,4% jako „stosunkowo niewielki”. Aż 11,1% respondentów wskazało na „pomijalny lub ujemny” wpływ tego czynnika.
- **Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie (średnia 2,64)** – tylko 18,06% respondentów wskazało ten czynnik jako „bardzo istotny” lub „absolutnie kluczowy”. Jednocześnie aż 65,28% uznało go za „pomijalny lub ujemny”, „mało istotny” lub o „stosunkowo niewielkim” wpływie. Tym samym respondenci uznali wdrożenie polityki różnorodności za czynnik corporate governance mający najmniejszy wpływ na podejmowanie decyzji lub wydawanie rekomendacji inwestycyjnych.

## Wnioski

Udzielone odpowiedzi wskazują, że w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych bądź wydawania rekomendacji inwestycyjnych dla inwestorów indywidualnych największe znaczenie mają strategia biznesowa, przejrzystość struktury, decyzje dotyczące dywidend oraz komunikacja z rynkiem. Czynniki takie jak buy-back, kompetencje zarządu, czy wynagrodzenie oparte na wynikach są oceniane wysoko. Czynniki takie jak wewnętrzne polityki różnorodności oraz równości płac są postrzegane jako najmniej istotne w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, choć są inwestorzy postrzegający je jako bardzo istotne.

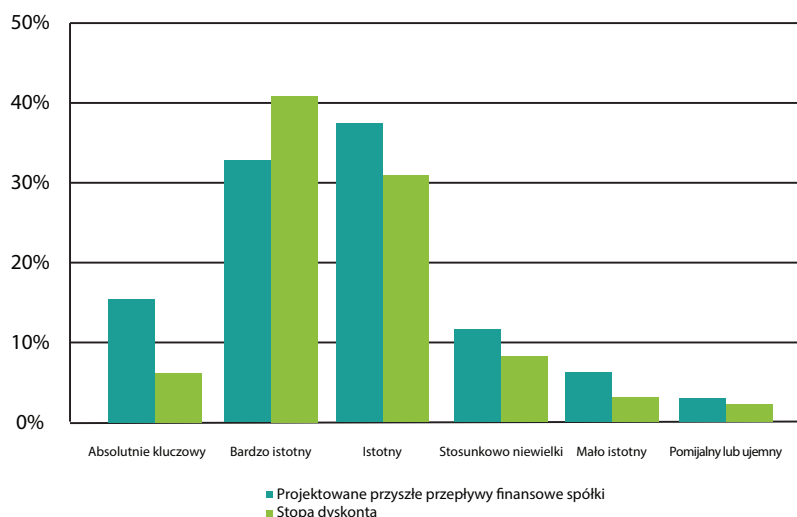
Wśród respondentów będących inwestorami indywidualnymi widać spójność pomiędzy czynnikami, które uważają za istotne dla wartości spółki, a czynnikami brany pod uwagę przy ich faktycznej ocenie inwestycyjnej.

### 3.1.3. Ocena wpływu czynników z zakresu corporate governance w stosunku do wybranych czynników finansowych

Kolejnym pytaniem zadany respondentom było, ***Jak oceniasz wpływ czynników dotyczących corporate governance wymienionych powyżej w stosunku do czynników finansowych takich jak projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki i stopa dyskonta?*** Celem tego pytania była ocena wpływu wskazanych w pozostałych pytaniach czynników z zakresu corporate governance na projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki oraz stopę dyskonta.



Istotność czynników corporate governance w porównaniu z czynnikami finansowymi



Udzielone odpowiedzi wykazały, że przy prognozowaniu obu analizowanych czynników przyszłych przepływów finansowych spółki oraz stopy dyskonta, czynniki z zakresu corporate governance zostały uznane przez respondentów za bardzo istotne:

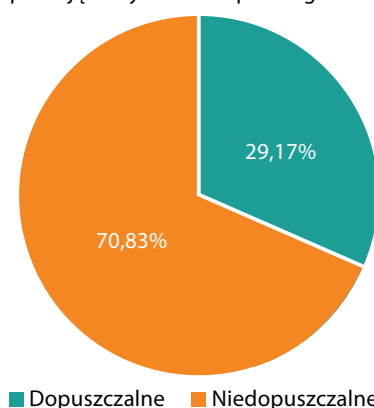
- Rola czynników corporate governance w **projektowaniu przyszłych przepływów finansowych spółki** była oceniana jako „bardzo istotna” przez największą grupę respondentów (40,28% odpowiedzi) oraz „istotna” (30,56% odpowiedzi). Marginalna liczba ocen wskazywała na niski wpływ tych czynników, co podkreśla jego kluczowe znaczenie w ogólnej ocenie.
- Rola czynników corporate governance w szacowaniu **stopy dyskonta** również została wysoko oceniona, gdzie 38,89% respondentów określiło ją jako „istotną”, a kolejne 34,72% jako „bardzo istotną”. Tylko nieliczne głosy wskazywały na niską lub pomijalną istotność.

Wyniki jasno wskazują, że czynniki z zakresu corporate governance są brane pod uwagę przy projektowaniu przyszłych przepływów finansowych spółki, jak i stopy dyskonta. Wysokie oceny w kategoriach „bardzo istotny” i „istotny” podkreślają ich znaczenie w procesie analizy i podejmowania decyzji.

### 3.1.4. Dopuszczalność prawnego ograniczenia możliwości inwestowania w spółki w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance

Respondentom zadano pytanie *Czy Twoim zdaniem możliwość inwestowania w spółki powinna być w jakichkolwiek sposób prawnie ograniczona w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance?* Opiniach respondentów były podzielone:

Dopuszczalność prawnego ograniczenia inwestowania w spółki niespełniające kryteriów corporate governance





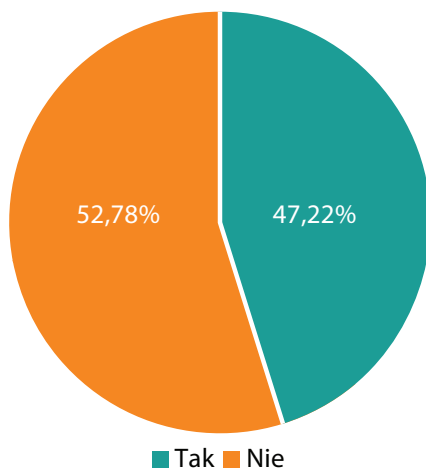
- Poparcie dla ograniczeń prawnych wyraziło 29,2% uczestników badania. Wskazuje to na pewien stopień akceptacji dla regulacji związanych z corporate governance jako narzędzia kontrolującego dostęp do inwestycji.
- Brak poparcia dla ograniczeń zadeklarowało 70,8% badanych. Większość respondentów uznała, że inwestowanie w spółki nie powinno być ograniczane przez wymóg spełniania określonych kryteriów corporate governance.

Wyniki wskazują, że w opinii tej grupy respondentów podejmowanie decyzji inwestycyjnych powinno pozostawać elastyczne i oparte na indywidualnej ocenie ryzyka i wartości, a nie być uzależnione od ogólnie narzuconych regulacji prawnych. Jednocześnie prawie 1/3 respondentów jest zwolennikiem takich regulacji. Jest to ciekawe w szczególności w tej grupie respondentów (inwestorów indywidualnych), ponieważ podejmują oni wszystkie decyzje samodzielnie i mogą bez jakichkolwiek restrykcji prawnych powstrzymać się od inwestowania w spółki, które ich zdaniem nie spełniają ich oczekiwań. Może to być sygnałem do dalszej dyskusji nad tym tematem w kontekście poprawy standardów ładu korporacyjnego.

### 3.1.5. Samoocena kwalifikacji i wiedzy z zakresu corporate governance

Ostatnie pytanie, na które odpowiadali inwestorzy indywidualni brzmiało, ***Czy uważasz, że posiadasz odpowiednie kwalifikację/wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance?*** Samoocena kwalifikacji i wiedzy respondentów w tym zakresie wykazała niemal równy podział opinii, z nieznaczną przewagą osób uznających swoje kompetencje za niewystarczające:

Czy uważasz, że posiadasz odpowiednie kwalifikacje/wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance?



- Respondenci uznający, że posiadają odpowiednie kwalifikacje i wiedzę stanowili 47,2%.
- Respondenci deklarujący brak wystarczających kwalifikacji i wiedzy stanowili nieznaczną większość, tj. 52,8%.

Wyniki ankiety ukazują podzielone opinie na ten temat zdolności oceny corporate governance. Istotnym problemem w ocenie czynników ESG przez inwestorów są z jednej strony kwalifikacje, z drugiej wiedza na temat okoliczności mających wpływ na te czynniki. W nieco mniejszym zakresie dotyczy to czynnika G (corporate governance), niż pozostałych dwóch czynników E i S. Przy corporate governance może również być istotna. Z kolejnej strony pytanie o ocenę swoich kwalifikacji, wiedzy i dostępu do informacji jest trudnym pytaniem dla respondentów, gdyż dotyka kwestii ich samooceny. Co ciekawe, respondenci z grupy inwestorów indywidualnych w dużej części wskazują na problem występujący w tym obszarze. Choć niemal połowa uczestników badania uważa swoje umiejętności i dostępną wiedzę za odpowiednią, nieznaczną większość (52,8%) jest świadoma braku wystarczających kompetencji w tym zakresie, czy



wiedzy niezbędnej do oceny tych obszarów. Wynik ten może wskazywać na potrzebę zapewnienia szerszego zakresu informacji umożliwiającej inwestorom ocenę tego obszaru, a także sygnalizować konieczność szerszych działań edukacyjnych oraz wsparcia w rozwoju kompetencji w zakresie analizy kryteriów corporate governance. Mogłoby przyczynić się to do lepszego zrozumienia tego zagadnienia i poprawy procesów decyzyjnych wśród inwestorów indywidualnych.

## 3.2. Inwestorzy profesjonalni

W ankiecie wzięło udział 35 inwestorów profesjonalnych. Przed rozpoczęciem ankiety respondenci wskazywali jaką pełnią funkcję (zarządzającego aktywami, analityka finansowego buy-side, analityka finansowego sell-side lub inną), odpowiadając na pytanie dotyczące pełnionej roli. Następnie odpowiadali na dwa pytania ogólne skierowane do wszystkich ankietowanych, oraz, w zależności od zadeklarowanej przez nich roli, otrzymywali zestaw dodatkowych pytań dedykowanych dla grupy przynależności.

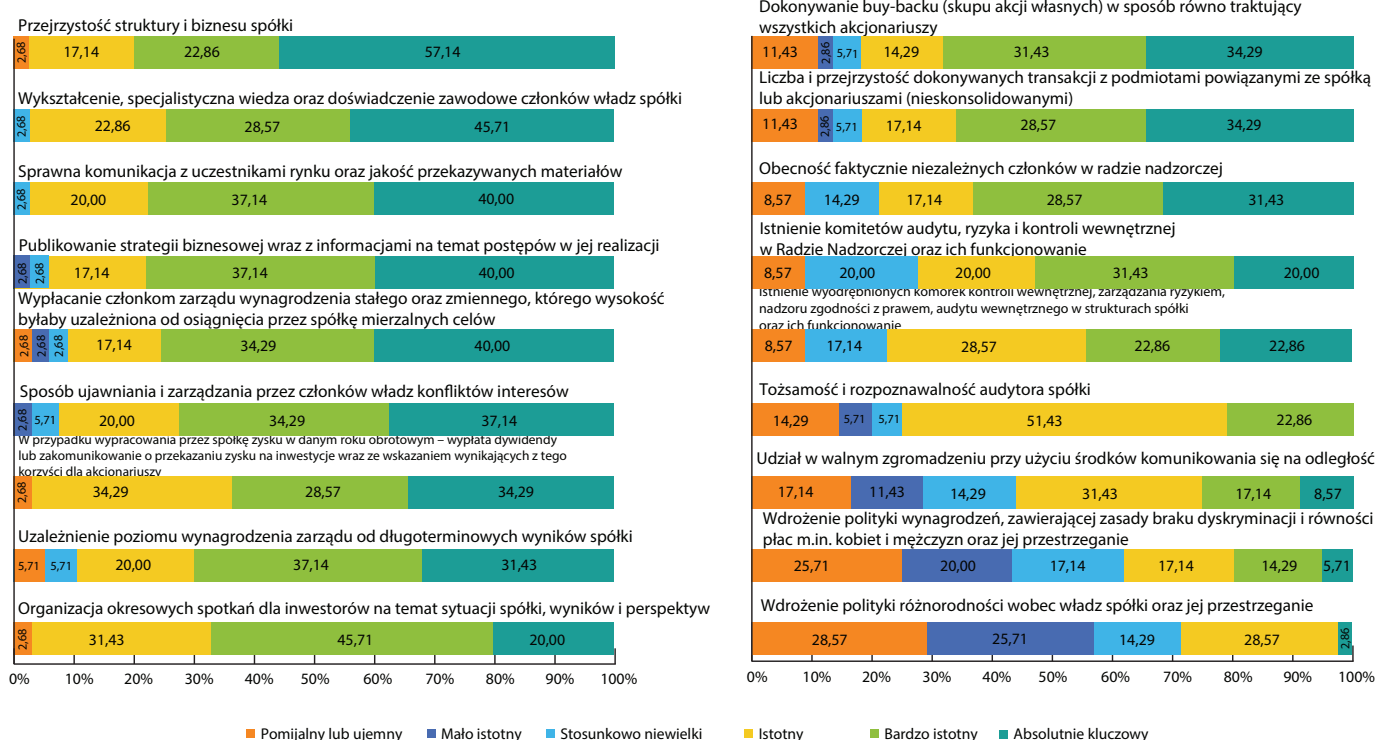
### 3.2.1. Wskazanie czynników mających wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy

Podobnie, jak w przypadku inwestorów indywidualnych, pierwsze pytanie skierowane do wszystkich respondentów zakwalifikowanych do grupy inwestorów profesjonalnych brzmiało **Jakie poniższe czynniki mają Twoim zdaniem wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy?**

Na podstawie udzielonych odpowiedzi możliwe było obliczenie średnich ważonych dla każdego z badanych czynników, co pozwala na dokładne określenie, które elementy są postrzegane przez respondentów jako decydujące dla tworzenia wartości spółki dla akcjonariuszy.

Poniżej przedstawione zostały szczegółowe wyniki oraz wnioski wynikające z przeprowadzonego badania.

#### Jaki wpływ mają poniższe czynniki na wartość spółki dla akcjonariuszy?





### Czynniki o najwyższej ocenie istotności (średnia ocen: co najmniej 4,00)

Najwyższe oceny w kontekście tworzenia wartości spółki dla akcjonariuszy otrzymały następujące czynniki:

- **Przejrzystość struktury i biznesu spółki (średnia 4,29)** - respondenci najczęściej ocenili ten aspekt bardzo wysoko – aż 59% respondentów przyznało mu kategorię „absolutnie kluczowy”, a dodatkowo 18% uznało go za „istotny” oraz 24% za „Bardzo istotny”. Obliczenia wagowe wskazują na najwyższą ocenę istotności tego czynnika dla budowania wartości spółki dla akcjonariuszy.
- **Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki (średnia 4,17)** - duża liczba respondentów (50% respondentów) oceniła ten czynnik jako „absolutnie kluczowy”, a 29 jako „Bardzo istotny”.
- **Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów (średnia 4,14)** - w przypadku tego czynnika zdecydowana większość respondentów wskazała (38% ocen „bardzo istotny” i 41% ocen „absolutnie kluczowy”), że efektywna komunikacja z rynkiem jest równie ważna.
- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami o postępach (średnia 4,09)** - znaczący odsetek ocen w kategoriach „Bardzo istotny” (41%) oraz „istotny” (15%) sprawił, że ten czynnik uzyskał czwarte miejsce w hierarchii istotności w kontekście tworzenia wartości spółki dla akcjonariuszy.

### Czynniki o wysokim stopniu istotności (średnia ocen: co najmniej 3,50)

Oprócz powyższych, wysokie oceny w kategoriach „bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy” otrzymały także inne czynniki, takie jak

- **Wypłacanie członkom zarządu wynagrodzenia stałego oraz zmiennego, którego wysokość byłaby uzależniona od osiągnięcia przez spółkę mierzalnych celów (średnia 3,97)** - blisko 75% respondentów oceniło ten czynnik jako co najmniej „bardzo istotny”, w tym 40% – jako „absolutnie kluczowy”. Jedynie niewielki odsetek respondentów ocenił jego wpływ jako „mało istotny” (2,9%) lub „pomijalny lub ujemny” (2,9%).
- **Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktami interesów (średnia 3,97)** - ponad 70% respondentów podkreśla co najmniej bardzo istotne znaczenie tego czynnika (37,1% wskazało go jako „absolutnie kluczowy” a 34,3% jako „bardzo istotny”). Jedynie 8,6% respondentów uznało, że czynnik ten ma „stosunkowo niewielki” lub „mało istotny” wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy.
- **W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym – wypłata dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy (średnia 3,89)** - 34,3% respondentów uznało ten czynnik za „absolutnie kluczowy” a 28,6% za „bardzo istotny”. Kolejne 34,3% ankietowanych oceniło jego wpływ jako „istotny”. Tylko 2,9% badanych oceniło istotność tego czynnika na poziomie „pomijalnym lub ujemnym”.
- **Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki (średnia 3,77)** – w przypadku tego czynnika łącznie 68,5% respondentów wskazało na jego bardzo istotny wpływ (31,4% odpowiedzi „absolutnie kluczowy” i 37,1% „bardzo istotny”). Tylko 5,7% respondentów określiło znaczenie tego czynnika jako „stosunkowo niewielkie” czy „pomijalne lub ujemne”.
- **Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw (średnia 3,77)** - 20% ankietowanych uznało wpływ tego czynnika za „absolutnie kluczowy”, a kolejne 45,7% za „bardzo istotny”.



Dodatkowo 31,4% respondentów wskazało na jego „istotne” znaczenie. Tylko 2,9% respondentów wskazało na „pomijalny lub ujemny” wpływ tego czynnika.

- **Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy (średnia 3,54)** - 34,3% respondentów przyznało temu czynnikowi najwyższą ocenę („absolutnie kluczowy”), a 31,4% drugą najwyższą („bardzo istotną”), co łącznie stanowi łącznie 65,7%. Jednocześnie 11,4% uznało wpływ sprawiedliwego buy-backu za „pomijalny lub ujemny”.
- **Liczba i przejrzystość dokonywanych transakcji z podmiotami powiązanymi (średnia 3,51)** - ponad 60% badanych określiło przejrzystość transakcji z podmiotami powiązanymi jako co najmniej „bardzo istotną”. Z drugiej strony 11,4% respondentów wskazało na „pomijalny lub ujemny” wpływ tego czynnika.
- **Obecność faktycznie niezależnych członków w radzie nadzorczej (średnia 3,51)** - dla 31,4% respondentów ta ma „absolutnie kluczowy” wpływ na wartość spółki. Kolejne 28,6% respondentów zaliczyło ją do czynników „bardzo istotnych”, a 17,1% do „istotnych”. Jedynie 8,6% wskazało na „pomijalny lub ujemny” wpływ tego czynnika corporate governance.

### Czynniki o najniższym znaczeniu (średnia ocen: poniżej 3,00)

Wśród czynników, których wpływ został oceniony najniżej należy wskazać następujące czynniki corporate governance:

- **Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki (średnia 2,63)** - czynnik ten zebrał stosunkowo niskie oceny, w szczególności brak odpowiedzi w kategorii „absolutnie kluczowy” oraz 53% ocen „istotny” i tylko 24% „bardzo istotny” przy 15% ocenach „pomijalny lub ujemny”.
- **Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość (średnia 2,46)** - rozkład ocen był bardziej rozproszony, ale znacząca liczba odpowiedzi pojawiła się w niższych kategoriach („pomijalny lub ujemny” – 18%, „mało istotny” – 12%) oraz tylko 9% odpowiedzi „absolutnie kluczowy”.
- **Wdrożenie polityki wynagrodzeń z zasadami równości (brak dyskryminacji, równość płac) (średnia 1,91)** - w przypadku tego czynnika dominowały oceny niższe, bowiem 26% respondentów oceniło jego wpływ jako „pomijalny lub ujemny”, 21% jako „mało istotny”, a kolejne 18% jako „stosunkowo niewielki”. Jedynie 14,3% respondentów przypisało temu czynnikowi jedną z dwóch najwyższych wag („bardzo istotny”, „absolutnie kluczowy”).
- **Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki (średnia 1,54)** - ten czynnik otrzymał najniższe średnie oceny w badaniu przeprowadzonym wśród inwestorów profesjonalnych – przeważająca większość respondentów oceniła go poniżej progu istotności (29% ocen „pomijalny lub ujemny”, 26% „mało istotny”, 15% „stosunkowo niewielki”). 29% respondentów oceniło go jako „istotny” zaś kolejne 3% jako „absolutnie kluczowy”.

### Dodatkowe czynniki wskazane przez respondentów

W ankiecie respondenci mieli możliwość wskazać dodatkowe czynniki z zakresu corporate governance, które ich zdaniem wpływają na wartość spółki dla akcjonariuszy, wraz z przypisaniem odpowiedniej wagi. Wskazane czynniki to:

- **Aktywna postawa akcjonariuszy, zwłaszcza funduszy:** ten czynnik został oceniony jako „Bardzo istotny”.
- **Programy motywacyjne powiązane z kursem akcji:** ten czynnik otrzymał ocenę „absolutnie kluczowy”,
- **Struktura akcjonariatu:** również został oceniony jako „absolutnie kluczowy”
- **Kultura organizacyjna:** uzyskała ocenę „istotny”,



- „Zorientowanie firmy na biznes i budowanie wartości dla akcjonariuszy, zamiast biurokracji, korporacji, realizacji interesów różnych interesariuszy spoza firmy, czy realizacji sloganów” został oceniony jako „absolutnie kluczowy”.

## Wnioski

- Najwyżej oceniane czynniki dotyczą głównie transparentności działania spółki (struktura, komunikacja, publikowanie strategii) oraz kwalifikacji jej kadry zarządzającej. Profesjonaliści inwestycyjni biorący udział w badaniu przykładają dużą wagę do aspektów, które budują zaufanie do sposobu zarządzania i długoterminowej strategii spółki.
- Wysokie oceny dla czynników związanych z komunikacją i informowaniem o strategii sugerują, że profesjonaliści inwestycyjni oczekują stałego i rzetelnego przepływu informacji, co może wpływać na decyzje inwestycyjne i budowanie zaufania do spółki.
- Czynniki takie jak wdrażanie polityk różnorodności czy równości wynagrodzeń, a także niektóre aspekty organizacji zgromadzeń, nie są postrzegane przez ankietowanych profesjonalistów inwestycyjnych jako główne determinanty wartości spółki dla akcjonariuszy..
- Wśród dodatkowych czynników, które nie znalazły się w pierwotnej liście, najważniejsze dla respondentów są te związane bezpośrednio z efektywnością systemów motywacyjnych, strukturą akcjonariatu oraz strategicznym podejściem do budowania wartości dla akcjonariuszy. Kultura organizacyjna i aktywność akcjonariuszy również uzyskały pozytywne oceny, choć ich waga jest nieco niższa w porównaniu z pozostałymi kluczowymi elementami.
- Podsumowując: udzielone odpowiedzi wskazują, że dla ankietowanych profesjonalistów inwestycyjnych kluczowe w kreowaniu wartości spółki dla akcjonariuszy są aspekty związane z transparentnym zarządzaniem, kompetencjami kadry zarządzającej oraz efektywną komunikacją z rynkiem. Z kolei kwestie dotyczące polityk wewnętrznych (różnorodność, równość wynagrodzeń) oraz niektóre elementy operacyjne (np. forma uczestnictwa w walnych zgromadzeniach) uznano za mniej istotne w kontekście budowania wartości dla akcjonariuszy.

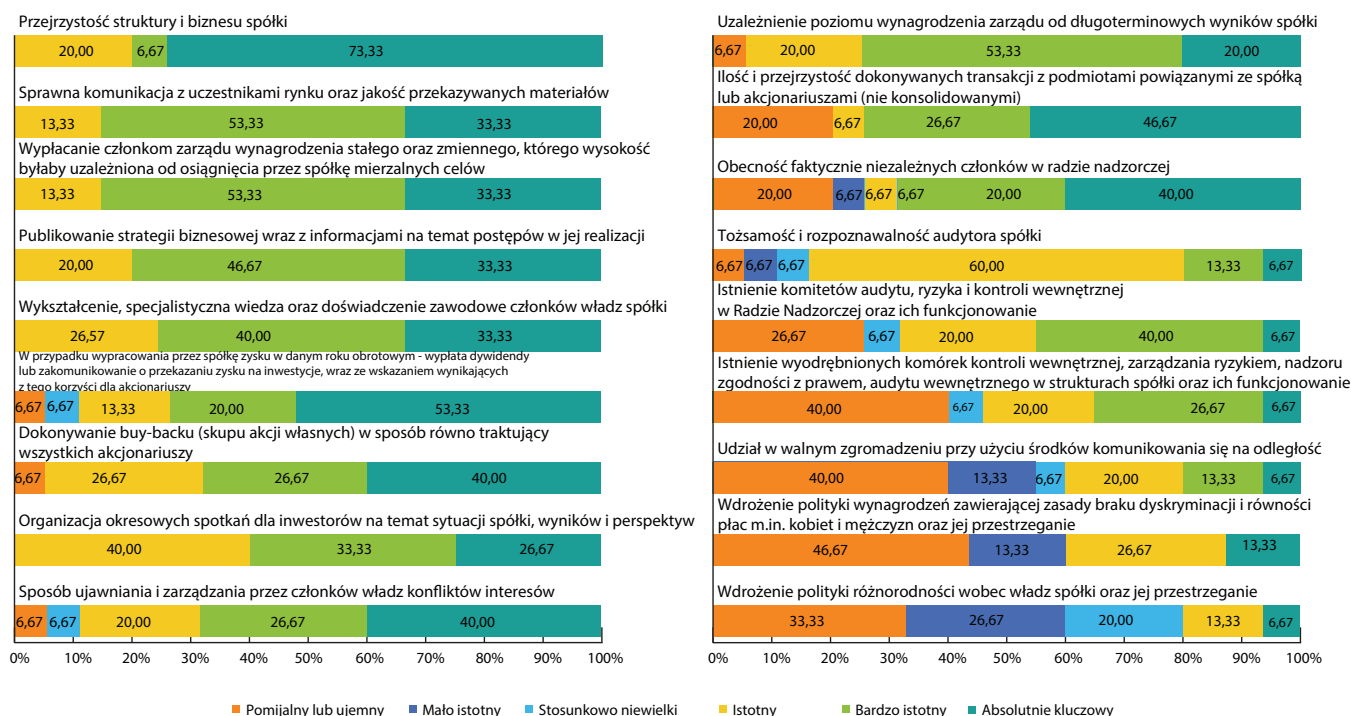
### 3.2.2. Analitycy finansowi i zarządzający aktywami

Kolejne pytania zostały skierowane do wyodrębnionej grupy finansowej – profesjonalistów inwestycyjnych pracujących jako analitycy inwestycyjni buy-side lub sell-side bądź zarządzający aktywami. W tej części badania udział wzięło 15 respondentów.

#### A. Istotność czynników corporate governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych/finansowych lub wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

W pierwszym pytaniu ***W jakim stopniu bierzesz pod uwagę poniższe czynniki, podejmując decyzje inwestycyjne/finansowe lub wydając rekomendacje inwestycyjne?*** Uczestnicy oceniali istotność poszczególnych czynników z zakresu corporate governance w procesie inwestycyjnym, przypisując im określone wagi. Wyniki prezentują się następująco:

## Istotność czynników corporate governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych/finansowych lub wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych



### Najważniejsze czynniki (średnia ocen: co najmniej 4,00)

Wpływ następujących czynników został oceniony najwyżej przez inwestorów profesjonalnych w kontekście procesu inwestycyjnego:

- **Przejrzystość struktury i biznesu spółki (średnia 4,53):** aż 73% respondentów oceniło ten czynnik jako absolutnie kluczowy, co jednoznacznie podkreśla priorytet przejrzystości struktury i sposobu prowadzenia biznesu przez spółkę. Jednocześnie 6,7% respondentów wskazało go jako „bardzo istotny” a 20% wskazało go jako „istotny”. Obliczenia wagowe wskazują na najwyższą średnią ocenę tego czynnika, a co za tym idzie na jego największy wpływ w procesie inwestycyjnym.
- **Wypłacanie członkom zarządu wynagrodzenia stałego oraz zmiennego (średnia tego 4,20):** prawie 53% respondentów oceniło ten aspekt jako „bardzo istotny”, a 33% jako „absolutnie kluczowy”. Wynik ten świadczy o wysokim znaczeniu polityki wynagrodzeń w budowaniu zaufania do zarządu i spółki.
- **Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku (średnia 4,20):** podobnie jak w przypadku wynagrodzeń zarządu, komunikacja rynkowa została oceniona jako bardzo istotna przez ponad połowę respondentów (53,3%), co podkreśla potrzebę transparentnego i efektywnego przekazywania informacji. Jednocześnie ponad 30% wskazało ten czynnik jako „absolutnie kluczowy”.
- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami o postępach jej realizacji (średnia 4,13):** 33,3% respondentów oceniło ten czynnik jako absolutnie kluczowy, Jednocześnie aż 46,7% respondentów wskazało go jako „bardzo istotny” a 20% wskazało go jako „istotny”.
- **Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki (średnia 4,07):** respondenci przykładają dużą wagę do kompetencji członków władz spółki, przy czym 73,3% (suma kategorii „bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy”) oceniło ten czynnik jako kluczowy dla oceny jakości zarządzania.



## Czynniki o wysokim stopniu istotności (średnia ocen: co najmniej 3,50)

Wysokie oceny istotności w kategoriach „bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy” otrzymały także następujące czynniki:

- **Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy (średnia 3,93):** 40% respondentów określiło istotność tego czynnika jako „absolutnie kluczowy”, a 26,7% jako „bardzo istotną”. Kolejne 26,7% respondentów uznało wpływ przejrzystych zasad buy-backu za „istotny”. Tylko 6,7% respondentów oceniło jego znaczenie jako „mało istotne”.
- **Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw (średnia 3,87):** łącznie 55,6% respondentów oceniło wpływ tego czynnika jako „bardzo istotny” lub „absolutnie kluczowy”, a kolejne 33,3% przypisało mu „istotną” wagę wpływu. W efekcie niemal 90% respondentów wskazuje na istotność tego czynnika.
- **Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktów interesów (średnia 3,80):** ponad 65% respondentów ocenia wpływ czynnika za co najmniej „bardzo istotny”, a dalsze 20% przypisuje mu „istotną” wagę.
- **Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki (średnia 3,73):** dla 66,7% ankietowanych ten czynnik jest co najmniej „bardzo istotny”, a kolejne 20% przypisało mu „istotny” wpływ na proces inwestycyjny. Zaledwie 2,8% uznało go za „pomijalny lub ujemny”.
- **Ilość i przejrzystość dokonywanych transakcji z podmiotami powiązanymi (średnia 3,60):** 63,6% respondentów określiło ten czynnik co najmniej jako „istotny”. Z drugiej strony niemal 8,6% respondentów przypisało wagę istotności na „pomijalnym lub ujemnym” poziomie.

## Najmniej istotne czynniki (średnia ocen: poniżej 3,00)

Następujące czynniki nie przekroczyły progu istotności i uzyskały najniższe oceny wśród respondentów:

- **Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki (średnia 2,87):** niemal 26% respondentów uznało rozpoznawalność audytora za „istotną”, a łącznie 8,6% inwestorów profesjonalnych przyznało temu czynnikowi jedną z dwóch najwyższych wag wpływu („bardzo istotny” bądź „absolutnie kluczowy”). Dla niemal 9% respondentów czynnik ten okazał się „mało istotny” lub „stosunkowo niewielki” w kontekście procesu inwestycyjnego.
- **Istnienie komitetów audytu, ryzyka i kontroli wewnętrznej w Radzie Nadzorczej oraz ich funkcjonowanie (średnia 2,67):** ponad 20% badanych przyznało temu obszarowi dwie najwyższe wagi wpływu („bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy”), a kolejne 8,6% respondentów uznało go za „istotny”. Przy tym aż 14,3% oceniło jego wpływ jako „pomijalny, ujemny” lub „stosunkowo niewielki”.
- **Istnienie wyodrębnionych komórek kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, nadzoru zgodności z prawem, audytu wewnętrznego w strukturach spółki oraz ich funkcjonowanie (średnia 2,13):** zaledwie 14,3% respondentów uznało funkcjonowanie tych komórek za „bardzo istotne” bądź „absolutnie kluczowe” w kontekście procesu inwestycyjnego. Jednocześnie 17,1% respondentów przypisało temu czynnikowi stopień wpływu „pomijalny lub ujemny”, a kolejne 2,9% „stosunkowo niewielki”.
- **Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość (średnia 1,73):** ten czynnik jest przez respondentów oceniana raczej nisko, bowiem aż 40% wskazało oceniło jego wpływ jako „pomijalny lub ujemny”. Jednocześnie 40% respondentów oceniło ten czynnik jako co najmniej „istotny”, niemniej średnia ocen w wysokości 1,73 stawia go pośród najmniej istotnych czynników.



- **Wdrożenie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac (średnia 1,60):** prawie połowa respondentów (46,7%) oceniła ten czynnik jako „pomijalny lub ujemny”, co sugeruje, że mimo społecznego znaczenia kwestii równości, nie mają one dużego wpływu na decyzje inwestycyjne. Z drugiej strony 40% respondentów oceniło ten czynnik jako co najmniej „istotny”.
- **Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie (średnia 1,40):** respondenci zdecydowanie mniejszą przywiązują wagę do kwestii różnorodności – ponad 60% głosowało na najniższe dwa poziomy (pomijalny lub mało istotny). Jedynie 20% respondentów wskazało na istotność tego czynnika, co wpłynęło na jego najniższą średnią ocenę spośród wszystkich czynników.

#### **Dodatkowe czynniki wskazane przez respondentów**

W ankiecie respondenci mieli możliwość wskazać dodatkowe, własne czynniki, które biorą pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych/finansowych lub wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych, wraz z przypisaniem im odpowiedniej wagi. Oto uzyskane wyniki:

- **Programy motywacyjne powiązane z kursem akcji** zostały ocenione jako „absolutnie kluczowy”
- **Struktura akcjonariatu** pojawiła się dwukrotnie w ocenach, oba razy przyznana jako „absolutnie kluczowy”.
- **Historia wprowadzania inwestorów w błąd:** ten czynnik również został oceniony jako „absolutnie kluczowy.”

#### **Wnioski:**

- Najwyższe średnie ważone oraz dominacja kategorii „absolutnie kluczowy” (nawet ponad 70% w przypadku przejrzystości struktury i biznesu spółki) jednoznacznie wskazują, że analitycy i zarządzający aktywami kładą nacisk na przejrzystość działań spółki oraz jasność komunikacji.
- Wysokie oceny dotyczące sposobu wynagradzania członków zarządu (ponad 53% głosów w kategorii „bardzo istotny”) oraz sprawnej komunikacji z rynkiem świadczą o tym, że te elementy są postrzegane przez analityków finansowych i zarządzających aktywami jako kluczowe w budowaniu zaufania do spółki.
- Czynniki związane z wdrażaniem polityki różnorodności oraz polityki wynagrodzeń (w aspekcie braku dyskryminacji) uzyskały niskie średnie (odpowiednio 1,40 i 1,60) oraz wysokie udziały głosów w kategoriach „pomijalny lub ujemny” (od 33% do prawie 47%), co sugeruje, że respondenci nie uznają ich za decydujące przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.
- Choć aspekty związane z funkcjonowaniem struktur kontroli wewnętrznej nie są oceniane najniżej (średnie w okolicach 2–2,7), to jednak ich rozkład wskazuje na mniejsze znaczenie w porównaniu z czynnikami dotyczącymi transparentności i komunikacji.
- Analitycy buy-side/sell-side oraz zarządzający aktywami przy podejmowaniu decyzji bądź rekomendacji inwestycyjnych skupiają się przede wszystkim na elementach zapewniających przejrzystość i wiarygodność spółki. Czynniki takie jak przejrzystość struktury i biznesu spółki oraz publikowanie strategii biznesowej uzyskały bardzo wysokie oceny – aż 73% i 33–47% głosów przypada na kategorie „absolutnie kluczowy” i „bardzo istotny”. Podobnie wysoka jest ocena wynagrodzeń członków zarządu oraz komunikacji z rynkiem. Z kolei kwestie związane z polityką różnorodności, udziałem w walnych zgromadzeniach przy użyciu środków komunikacji na odległość czy strukturami kontroli wewnętrznej nie są priorytetowe – znaczna część respondentów (nawet 33–47%) oceniła je jako pomijalne lub mało istotne.



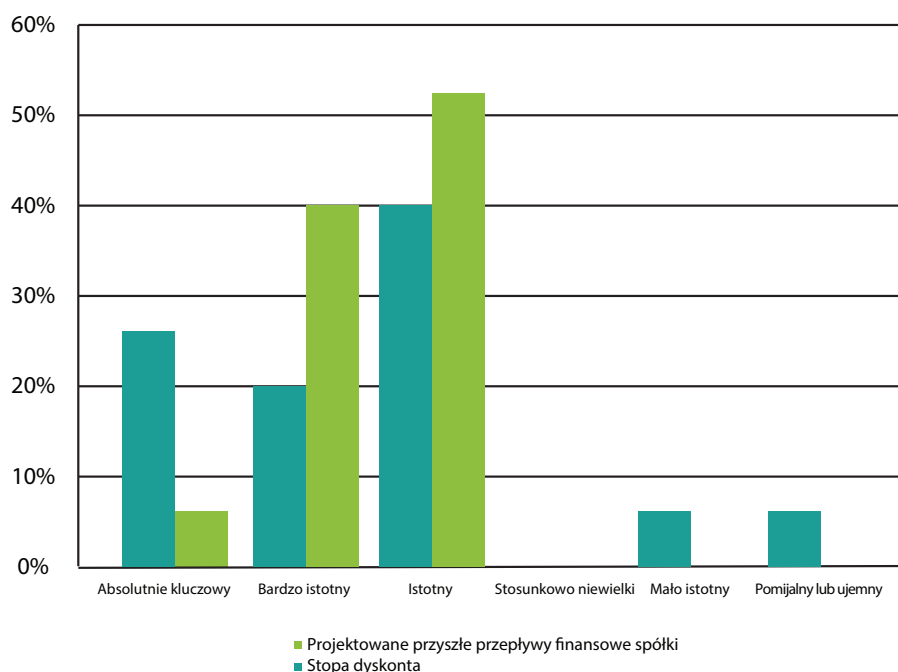
Można więc wyciągnąć wniosek, że analitycy i zarządzający koncentrują się na tradycyjnych, łatwo mierzalnych aspektach działalności spółki, które bezpośrednio wpływają na postrzeganie jej wiarygodności i potencjału rynkowego.

## B. Istotność czynników corporate governance w stosunku do czynników finansowych

W pytaniu **Jak oceniasz wpływ czynników dotyczących corporate governance wymienionych powyżej w stosunku do czynników finansowych takich jak projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki i stopa dyskonta?** respondenci byli proszeni o ocenę wpływu wskazanych w poprzednim pytaniu wpływu z zakresu corporate governance w kontekście kluczowych czynników finansowych, takich jak projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki oraz stopa dyskonta.

Wyniki prezentują się następująco:

Istotność czynników corporate governance w porównaniu z czynnikami finansowymi



### Projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki:

- Żaden z respondentów nie uznał wpływu czynników corporate governance na prognozę przyszłych przepływów finansowych za „pomijalny lub ujemny”, „mało istotny” ani „stosunkowo niewielki”,
- 61,5% respondentów uznało wpływ tych czynników za „istotny”, 30,8% respondentów oceniło go jako „bardzo istotny”, a 7,7% respondentów przyznało ocenę „absolutnie kluczowy”.

### Stopa dyskonta:

- Około 7,1% respondentów oceniło wpływ czynników corporate governance na stopę dyskonta jako „pomijalny lub ujemny”, a 7,1% jako „mało istotny”.
- 42,9% respondentów uznało wpływ czynników corporate governance na szacowaną stopę dyskonta za „istotny”, 21,4% respondentów oceniło wpływ tych czynników jako „bardzo istotny”, a również około 21,4% respondentów przyznało stopie dyskonta ocenę „absolutnie kluczowy”.



## Wnioski:

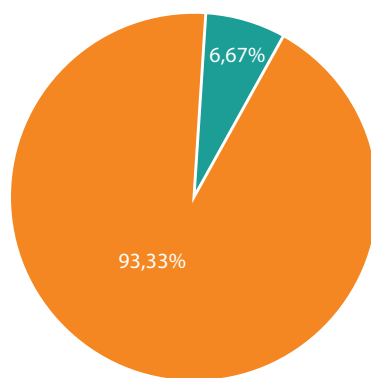
- Wyniki ankiety wyraźnie wskazują, że przy prognozowaniu przyszłych przepływów finansowych spółki traktują czynniki z zakresu corporate governance spółki, jako bardzo istotne – wszyscy respondenci przyznali im ocenę nie niższą niż „istotny”. To sugeruje, że w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych corporate governance traktowane jest jako kluczowy czynnik.
- W przypadku szacowania stopy dyskonta widoczna jest większa dywersyfikacja ocen. Mimo że większość respondentów (około 85,8%) uważa corporate governance za istotne lub kluczowe, pojawia się niewielka grupa (14,2%), która ocenia ten czynnik na niższym poziomie. Może to być związane z problemem w uwzględnieniu czynników corporate governance w szacowaniu stopy dyskonta. Nawet, jeśli ktoś uważa corporate governance za czynnik, który powinien być uwzględniony przy szacowaniu stopy dyskonta, uwzględnienie go może wydawać się mocno problematyczne.
- Co do zasady uwzględnienie corporate governance i ryzyk związanych z tym obszarem wydaje się łatwiejsze przy szacowaniu przyszłych przychodów, niż stopy dyskontowej.

## C. Możliwość prawnego ograniczenia inwestowania w spółki niespełniające standardów corporate governance

W kolejnym pytaniu zapytano, **Czy Twoim zdaniem możliwość inwestowania w spółki powinna być w jakichkolwiek sposób prawnie ograniczona w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance?**

Wyniki prezentują się następująco:

Czy Twoim zdaniem możliwość inwestowania w spółki powinna być w jakichkolwiek sposób prawnie ograniczona w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance?



■ Tak ■ Nie

Zdecydowana większość uczestników badania (93,3%) uważa, że inwestowanie w spółki nie powinno być prawnie ograniczane na podstawie kryteriów corporate governance. Tylko niewielki odsetek (6,7%) popiera wprowadzenie takich ograniczeń.

## Wnioski:

Wyniki sugerują, że respondenci, analitycy finansowi i zarządzający aktywami preferują swobodę inwestycyjną niezależnie od dostosowania działalności spółki do czynników związanych z zarządzaniem korporacyjnym.



#### D. Samoocena kwalifikacji i wiedzy z zakresu corporate governance

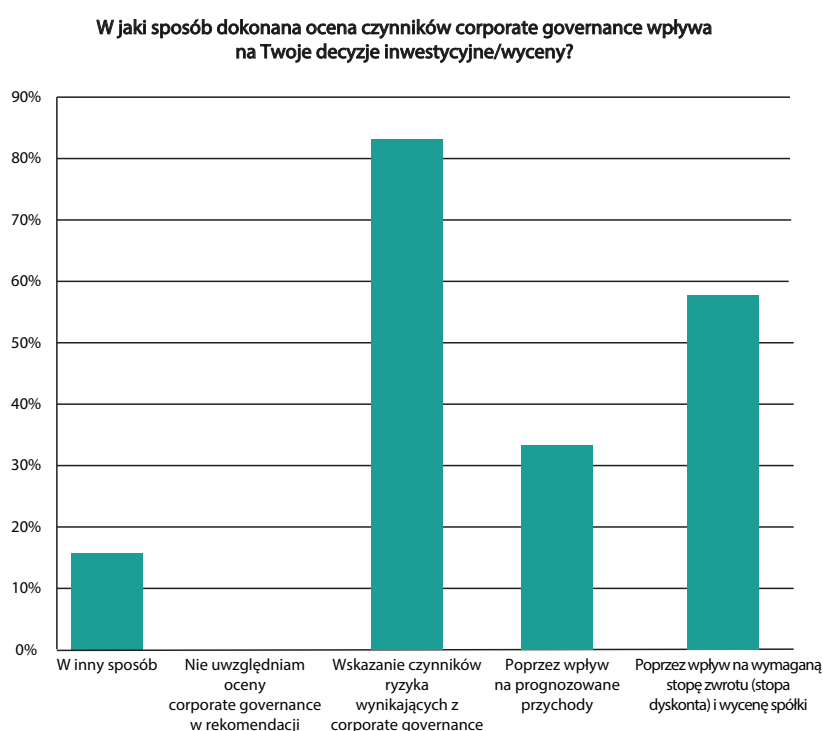
W dalszej kolejności pytano respondentów, czy uważają, że posiadają odpowiednie kwalifikacje lub wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance.

Wszyscy respondenci (100%) uważają, że posiadają odpowiednie kwalifikacje/wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance.

#### 3.2.3. Analitycy finansowi buy-side i zarządzający aktywami

Dodatkowe pytania zostały skierowane wyłącznie do profesjonalistów inwestycyjnych pracujących jako analitycy inwestycyjni buy-side bądź zarządzający aktywami. W tej części badania badaniu udział wzięło jedynie 12 respondentów. Wyniki dalekie są więc od reprezentatywności.

#### A. W jaki sposób dokonana ocena czynników corporate governance wpływa na Twoje decyzje inwestycyjne/wyceny?



#### Najczęściej wybierane odpowiedzi:

- **Wskazanie czynników ryzyka wynikających z corporate governance** – ta odpowiedź została wybrana przez 83,33% respondentów. Oznacza to, że dla zdecydowanej większości ocena ryzyk związanych z corporate governance jest kluczowym elementem wpływającym na podejmowane decyzje inwestycyjne.
- **Poprzez wpływ na wymaganą stopę zwrotu (stopa dyskonta) i wycenę spółki** – ta odpowiedź uzyskała 58,33% głosów respondentów, co wskazuje, że także wpływ ocen na stopę dyskonta i wycenę spółki stanowi istotny czynnik w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

#### Najrzadsze odpowiedzi:

- **Jeśli spółka nie spełnia akceptowalnych standardów corporate governance wypada ze spektrum inwestycyjnego** – ta odpowiedź została wskazana przez jednego respondenta (8,33%).



- **Usunięcie spółki z listy inwestycyjnej w przypadku słabej oceny** – ta odpowiedź również została wskazana przez jednego respondenta (8,33%).

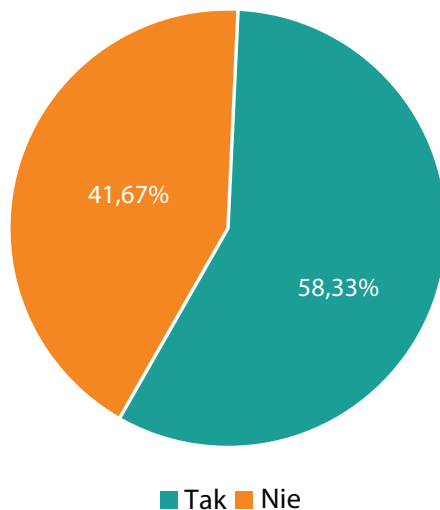
Co istotne, żaden respondent nie zaznaczył opcji „**Nie uwzględniam oceny corporate governance w rekomendacji inwestycyjnej**”, co potwierdza, że czynniki związane z corporate governance są regularnie brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez analityków buy-side i zarządzających którzy wzięli udział w ankiecie.

#### Wnioski:

- Respondenci przede wszystkim korzystają z oceny czynników corporate governance jako narzędzia identyfikacji ryzyk, co podkreśla, że ocena ryzyk corporate governance jest dla nich kluczowa w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.
- Ponad połowa respondentów (58,33%) wskazała, że wyniki tej oceny wpływają na wymaganą stopę zwrotu oraz wycenę spółki.
- Niektórzy respondenci stosują radykalne kryterium wykluczania spółek na podstawie corporate governance – 16,66% wskazało możliwość wykluczenia spółek niespełniających określonych kryteriów corporate governance, co sugeruje, że analiza ta pełni głównie funkcję informacyjną i wspierającą, a nie determinującą decyzje ostateczne.

#### B. Czy w Twojej firmie obowiązuje polityka dotycząca uwzględniania czynników corporate governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

Czy w Twojej firmie obowiązuje polityka, dotycząca uwzględniania czynników corporate governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?



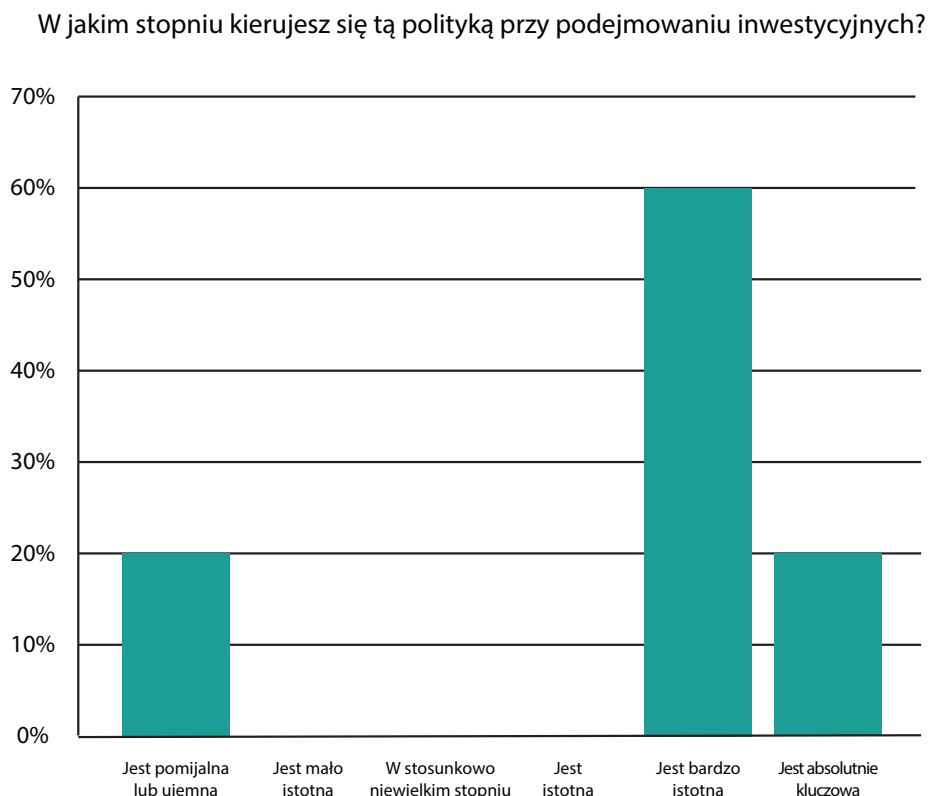
Spośród respondentów 58% potwierdziło istnienie w ich spółce formalnej polityki, która nakazuje uwzględnianie czynników corporate governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Następne dwa pytania zostały skierowane wyłącznie do respondentów, którzy potwierdzili obowiązywanie w ich firmach polityki w zakresie uwzględniania czynników corporate governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.



### C. W jakim stopniu kierujesz się tą polityką przy podejmowaniu inwestycyjnych?

Wśród 7 respondentów udzielających odpowiedzi na to pytanie rozkład ocen był następujący:



Wyniki ankiety wskazują, że 90% respondentów uznało, iż przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych dana polityka jest absolutnie kluczowa, bądź bardzo istotną. W przeciwieństwie do tego, jedynie 1 respondent, 20% respondentów stwierdziło, że polityka ta jest pomijalna lub ujemna. Nikt nie wskazał, że wpływ tej polityki jest w stosunkowo niewielkim stopniu lub że jest ona mało istotna.

#### Wnioski:

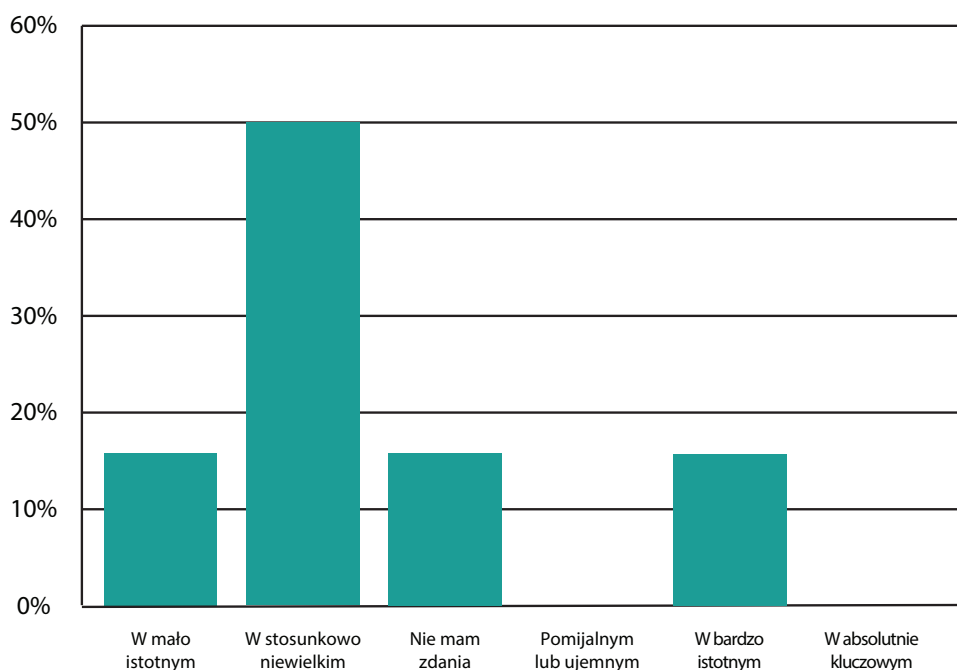
- Łącznie 80% respondentów przywiązuje bardzo dużą wagę do polityki uwzględniającej czynniki corporate governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, co świadczy o jej znaczącym wpływie na proces inwestycyjny.
- Jedynie 20% respondentów uważa tę politykę za mniej istotną (pomijalną lub ujemną), co sugeruje, że dla zdecydowanej większości polityka ta stanowi ważny element analizy inwestycyjnej.
- Analizując wyniki należy zwrócić uwagę na niewielką liczbę respondentów w tej grupie.



#### D. W jakim stopniu zmieniłby się Twój sposób zarządzania, gdyby ta polityka przestała obowiązywać?

Wśród 7 respondentów udzielających odpowiedzi na to pytanie rozkład ocen był następujący:

#### W jakim stopniu zmieniłby się Twój sposób zarządzania, gdyby ta polityka przestała obowiązywać?



#### Omówienie wyników:

- Największy odsetek (50%) respondentów ocenia, że zmiana sposobu zarządzania w przypadku zniesienia polityki odbyłaby się w stosunkowo niewielkim stopniu. Oznacza to, że większość uczestników uważa, iż ewentualne zniesienie formalnych wytycznych dotyczących corporate governance nie wpłynęłoby drastycznie na ich praktyki zarządcze.
- Żaden respondent nie uznał, że rezygnacja z polityki spowodowałaby absolutnie kluczową zmianę w sposobie zarządzania (0%).

#### Wnioski:

- Odpowiedzi wskazują, że większość respondentów (50%) przewiduje jedynie niewielką zmianę w sposobie zarządzania, gdyby polityka corporate governance przestała obowiązywać. Wskazują oni na umiarkowany wpływ tej polityki na codzienne decyzje zarządcze, co może sugerować, że zasady i standardy corporate governance są już w pewnym stopniu zinternalizowane i stanowią integralną część praktyk zarządczych, a zmiana formalnej polityki inwestycyjnej nie miałaby dużego wpływu na sposób zarządzania.



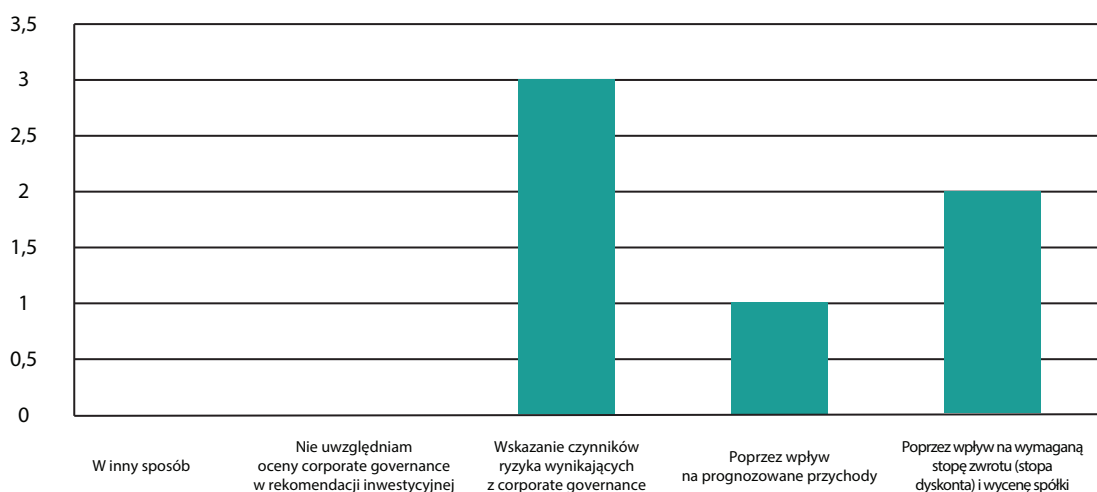
### 3.2.4. Analitycy sell-side

Pytania z tej części zostały skierowane wyłącznie do profesjonalistów inwestycyjnych, którzy przed rozpoczęciem wypełniania ankiety wskazali, że pracują jako analitycy finansowi sell-side. W tej części badania udział wzięło wyłącznie 3 respondentów. Ich odpowiedzi powinny więc być traktowane jako przykłady podejścia do corporate governance, które mogą być zarówno reprezentatywne, jak i zupełnie nie reprezentatywne.

#### A. Wpływ dokonanej oceny czynników corporate governance na rekomendacje inwestycyjne

W kolejnym pytaniu **W jaki sposób dokonana ocena czynników corporate governance wpływa na Twoje rekomendacje inwestycyjne, dotyczące danej spółki?** Analitycy sell-side byli proszeni o wskazanie odpowiedzi z zamkniętej listy. Każdy analityk mógł wybrać **więcej niż jeden** sposób wpływu na wydawane przez niego rekomendacje inwestycyjne. Wyniki prezentują się następująco:

W jaki sposób dokonana ocena czynników corporate governance wpływa na Twoje rekomendacje inwestycyjne, dotyczące danej spółki?



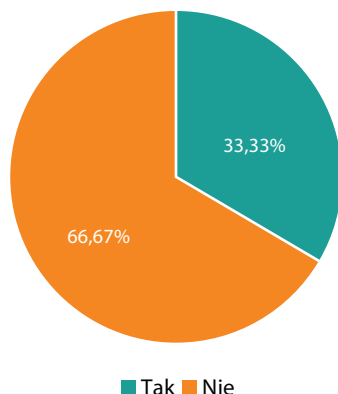
#### Podsumowanie wyników:

- Każdy z respondentów (100%) zadeklarował, że analiza corporate governance służy mu do wskazania czynników ryzyka wynikających z potencjalnych nieprawidłowości w zarządzaniu spółką.
- 66,7% respondentów uwzględnia czynniki corporate governance przy ustalaniu wymaganej stopy zwrotu (związanej m.in. z kosztem kapitału) i wycenie spółki.
- 33,3% respondentów wskazało również na wpływ czynników corporate governance na prognozowane przychody.
- Żaden respondent nie zaznaczył opcji „Nie uwzględniam oceny corporate governance w rekomendacji inwestycyjnej” ani nie wymienił innego, własnego sposobu uwzględniania czynników corporate governance przy wydawaniu rekomendacji.



## B. Czy w Twojej firmie obowiązuje polityka dotycząca uwzględniania czynników corporate governance przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych?

Czy w Twojej firmie obowiązuje polityka, dotycząca uwzględniania czynników corporate governance przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych?



### Podsumowanie wyników:

- 33,33% respondentów wskazało, że w jej firmie obowiązuje oficjalna polityka dotycząca uwzględniania czynników corporate governance przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych.
- 66,67% respondentów deklaruje brak sformalizowanej polityki w tym zakresie.

## C. Pytania dodatkowe dotyczące polityki uwzględniania czynników corporate governance przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

Dwa pytania dodatkowe w tym zakresie zostały zadane wyłącznie respondentom, którzy wskazali, że w ich firmie obowiązuje oficjalna polityka dotycząca uwzględniania czynników corporate governance przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych.

### Pytanie dodatkowe 1: W jakim stopniu kierujesz się tą polityką przy podejmowaniu inwestycyjnych?

#### Wyniki:

- 100% respondentów wskazało, że ta polityka jest dla nich „bardzo istotna”.
- Nikt nie zadeklarował, że polityka ma znaczenie „absolutnie kluczowe” czy „pomijalne”. Nie pojawiły się także odpowiedzi „mało istotna” czy „w stosunkowo niewielkim stopniu” (0 %).

### Pytanie dodatkowe 2: W jakim stopniu zmieniłby się Twój sposób wydawania rekomendacji inwestycyjnych, gdyby ta polityka przestała obowiązywać?

#### Wnioski:

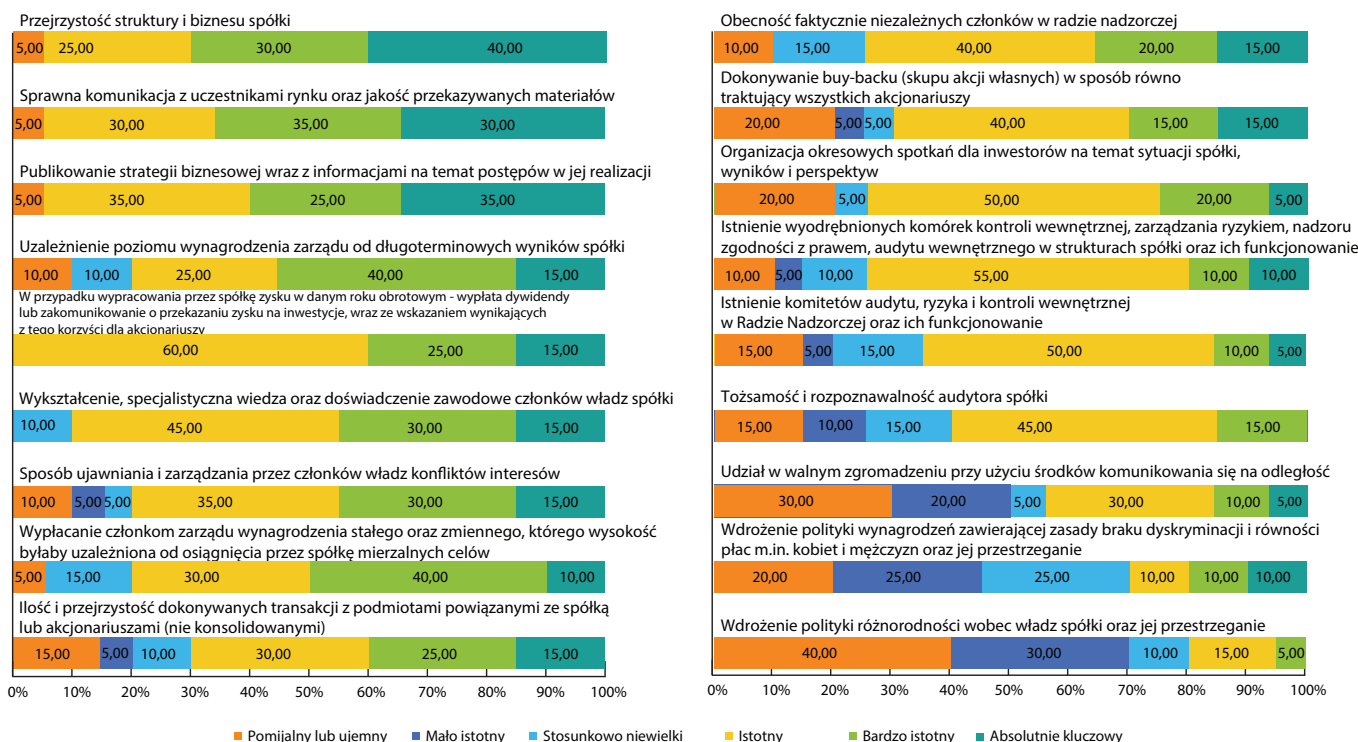
- 100% ankietowanych stwierdziło, że w razie zniesienia polityki uwzględniania czynników corporate governance sposób wydawania rekomendacji inwestycyjnych zmieniłby się „w stosunkowo niewielkim stopniu”.
- Żadna z osób nie wskazała na wpływ „kluczowy” czy „bardzo istotny”, a także nikt nie wybrał odpowiedzi „nie mam zdania” czy „pomijalny lub ujemny”.



### 3.2.5. Pozostali profesjonaliści inwestycyjni

A. W jakim stopniu bierzesz pod uwagę poniższe czynniki, podejmując decyzje inwestycyjne/finansowe lub wydając rekomendacje inwestycyjne?

#### W jakim stopniu bierzesz pod uwagę poniższe czynniki, podejmując decyzje inwestycyjne/finansowe lub wydając rekomendacje inwestycyjne?



#### Czynniki o najistotniejszym znaczeniu (średnia ocen: co najmniej 4,00)

Respondenci wskazali następujące czynniki corporate governance jako mające największy wpływ na proces inwestycyjny:

- **Przejrzystość struktury i biznesu spółki (średnia 4,16):** ponad 90% respondentów z tej grupy uznało ten czynnik za „istotny”, przy czym 30% wskazało, że jest „bardzo istotny”, a aż 40% respondentów, że jest „absolutnie kluczowy”. Najwyższa średnia ocena tego czynnika oznacza, że respondenci przywiązują duże znaczenie do czytelnej struktury i zrozumiałego modelu biznesowego.
- **Sprawną komunikacją z rynkiem i jakością przekazywanych materiałów (średnia 4,00):** w kontekście tego czynnika dominują oceny „istotny” (ok. 30%), „bardzo istotny” (ok. 35%) oraz „absolutnie kluczowy” (ok. 30% respondentów). Średnia ocen w wysokości 4,00 wskazuje, że respondenci oczekują przejrzystej, regularnej i trafnej informacyjnie komunikacji ze strony spółki.
- **Publikowanie strategii biznesowej i raportowanie postępów (średnia 4,00):** ex aequo drugi najistotniejszy czynnik. Aż 35% respondentów go za „istotny” w kontekście procesu inwestycyjnego a kolejne 25% za „bardzo istotny”. Jednocześnie 35% wskazuje na jego „absolutnie kluczowe” znaczenie. Średnia ocen wskazuje, że transparentna strategia oraz informacje o realizacji celów są bardzo ważne dla zdecydowanej większości profesjonalistów inwestycyjnych.



### Czynniki o wysokim stopniu istotności (średnia ocen: co najmniej 3,50)

- **Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki (średnia 3,67):** 80% respondentów wskazało na co najmniej istotne znaczenie tego czynnika (skumulowane odpowiedzi „istotny”, „bardzo istotny” oraz „absolutnie kluczowy”). 10% respondentów przyznało temu czynnikowi ocenę „pomijalny lub ujemny”.
- **W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym – wypłata dywidendy lub informacja o przeznaczeniu zysku na inwestycje (średnia 3,55):** żaden respondent nie uznał tego czynnika za „mało istotny” czy „pomijalny”. Warte podkreślenia jest to, że aż 100% ankietowanych uznało wpływ tego czynnika za co najmniej „istotny”.
- **Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki (średnia 3,50):** Łącznie 90% badanych uznaje kompetencje kluczowej kadry menadżerskiej za „istotne”, „bardzo istotne” lub „absolutnie kluczowe”, a tylko 10% przypisuje im mniejszą rangę w procesie inwestycyjnym (odpowiedzi „stosunkowo niewielki”). Nikt nie ocenił wpływu tego czynnika jako „mało istotny” czy „pomijalny lub ujemny”.
- **Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktów interesów (średnia 3,50):** blisko 80% respondentów oceniło ten czynnik jako co najmniej „istotny”, a tylko 20% umieściło go poniżej tego progu. Świadczy to o powszechnym przekonaniu, że zarządzanie konfliktami interesów ma duży wpływ postrzeganie spółki przez potencjalnych inwestorów, choć dla części respondentów (10%) nie stanowi ono istotnego kryterium inwestycyjnego (odpowiedzi „pomijalny lub ujemny”).

### Czynniki o najmniejszym wpływie (średnia ocen: poniżej 3,00)

Następujące czynniki zostały ocenione jako najmniej istotne w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych (finansowych) lub wydawania rekomendacji inwestycyjnych:

- **Istnienie komitetów audytu, ryzyka i kontroli wewnętrznej w Radzie Nadzorczej:** mimo, iż połowa respondentów (50%) dostrzega w tym czynniku „istotny” wpływ, to dla pozostałych 50% nie ma on decydującego znaczenia w porównaniu z infrastrukturą kontroli wewnętrznej w szerszym zakresie. W wyniku udzielonych odpowiedzi średnia tego czynnika wyniosła 2,94.
- **Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki:** niemalże 60% ankietowanych uważa markę audytora za „istotny” (45%) lub „bardzo istotny” (15%) czynnik, lecz żaden respondent nie uznał go za „absolutnie kluczowy”. Dla części profesjonalistów inwestycyjnych liczy się raczej ogólna rzetelność sprawozdawczości niż sama marka audytora, co skutkuje średnią tego czynnika w wysokości 2,76.
- **Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość:** dla 55% respondentów ta kwestia nie ma większego znaczenia (oceny „pomijalny”, „mało istotny” lub „niewielki”). Druga połowa zwraca na nią uwagę, choć dość rzadko klasyfikuje ją jako „Bardzo istotną” (10%) czy „absolutnie kluczową” (5%), co skutkuje średnią w wysokości 2,64.
- **Wdrożenie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac (m.in. kobiet i mężczyzn) oraz jej przestrzeganie:** ten czynnik nie znajduje się wysoko w hierarchii czynników decydujących o podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w tej grupie respondentów – 70% respondentów klasyfikuje go jako „pomijalny lub ujemny”, „mało istotny” lub „stosunkowo niewielki”. Mimo to ok. 30% respondentów uznaje ją za co najmniej „istotną”, co skutkuje średnią 2,44.



- **Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie:** najniżej oceniany czynnik – 70% badanych uważa jego wpływ za "pomijalny lub ujemny" (aż 40%) lub „mało istotny” (30%). Jedynie 20% respondentów wskazuje na co najmniej bardzo istotne znaczenie tego czynnika przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, co wpływa na średnią w wysokości 1,92.

## Wnioski

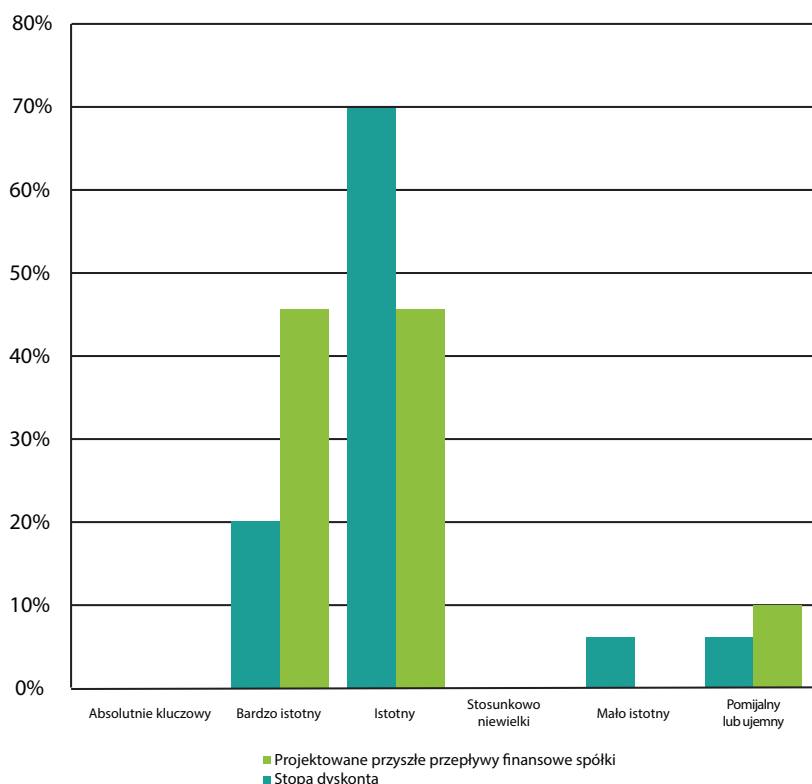
- Najistotniejsze dla respondentów okazały się elementy związane z transparentnością i czytelnością modelu biznesowego, a także sprawną komunikacją (udzielanie rzetelnych, regularnych informacji). Wyraźna większość profesjonalistów inwestycyjnych docenia również jasną, oficjalnie zakomunikowaną strategię oraz weryfikację postępów w jej realizacji.
- Wysoką wagę przypisuje się mechanizmom wynagrodzeń łączącym zarobki zarządu z długoterminowymi wynikami i celem spółki, jak również transparentnemu podejściu do dywidend lub inwestowania zysków. Kompetencje członków władz (wykształcenie, doświadczenie) oraz przejrzyste zarządzanie konfliktami interesów są uznawane za istotne, choć o nieco mniejszej wadze niż transparentność biznesu i komunikacja.
- Transakcje z podmiotami powiązanymi, niezależność rady nadzorczej czy organizacja spotkań z inwestorami to czynniki nadal ważne dla większości respondentów, jednak niezaliczane do najwyższej kategorii priorytetów.
- Struktury kontroli wewnętrznej i audytu (w tym komitety w radzie nadzorczej) są zauważane, ale zdaniem znacznej części badanych nie przesądzają o ostatecznej ocenie spółki w takim stopniu jak podstawy ładu korporacyjnego.
- Tożsamość audytora, forma udziału w WZA (zdalna) oraz kwestie polityki równości i różnorodności spotkały się najniższymi notami – większość profesjonalistów inwestycyjnych nie traktuje tych aspektów jako istotnie wpływających w proces inwestycyjny bądź wydawanie rekomendacji.



## B. Ocena wpływu czynników z zakresu corporate governance w stosunku do wybranych czynników finansowych

Kolejne pytanie zadane respondentom brzmiało ***Jak oceniasz wpływ czynników dotyczących corporate governance wymienionych powyżej w odniesieniu do prognozowania przyszłych przepływów finansowych spółki i stopy dyskonta?*** Respondentom zadano pytanie wpływu wymienionych czynników na prognozowanie przyszłych przepływów i stopy dyskonta przypisanie im takich samych wag jak przy poprzednich pytaniach. Wyniki prezentują się następująco:

Ocena istotności czynników corporate governance w porównaniu z wybranymi czynnikami finansowymi



### Projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki

- 45% respondentów z tej grupy uznało, że uwzględniają czynniki corporate governance w prognozowaniu przepływów finansowych gdyż są „istotne”, a kolejne 45% oceniło je jako „bardzo istotny”.
- Tylko 10% osoby uznały ten czynnik za „pomijalny lub ujemny” przy prognozowaniu przepływów finansowych. Nikt nie wskazał wpływu „mało istotnego” czy „stosunkowo niewielkiego”.
- Zdecydowana większość (90%) uważa ład korporacyjny za czynnik odgrywający istotną, a często wręcz bardzo istotną rolę w prognozowaniu przyszłych przepływów finansowych przedsiębiorstwa.

### Stopa dyskonta

- Łącznie 70% respondentów uznało, że wpływ czynników corporate governance jest „istotny”, a 20% określiło go jako „bardzo istotny”.
- Jedynie 10% respondentów uznało, że ten wpływ jest „pomijalny lub ujemny” bądź „mało istotny”.



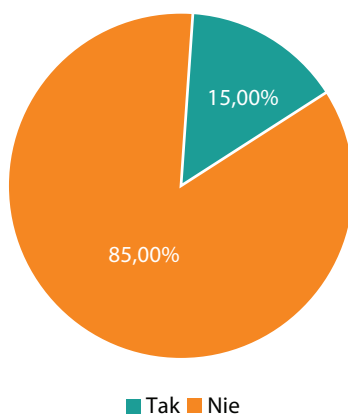
## Wnioski

- Zarówno przy prognozowaniu przyszłych przepływów pieniężnych, jak i szacowaniu stopy dyskonta, dominujący odsetek respondentów wykorzystuje czynniki corporate governance i uwzględnia je przy szacowaniu tych parametrów.
- Sposób uwzględniania tych czynników powinien być przedmiotem dalszych badań.

## C. Dopuszczalność prawnego ograniczenia możliwości inwestowania w spółki w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance

W kolejnym pytaniu respondenci z grupy inni profesjonalści inwestycyjni wypowiedzieli się na temat możliwości prawnego ograniczenia inwestowania w spółki w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance.

Czy Twoim zdaniem możliwość inwestowania w spółki powinna być w jakikolwiek sposób prawnie ograniczona w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance?



### Odpowiedzi rozłożyły się następująco:

- 85% respondentów odpowiedziało „Nie”, uznając, że możliwość inwestowania nie powinna być ograniczona prawnie z powodu niespełniania kryteriów corporate governance.
- 15% respondentów odpowiedziało „Tak”, popierając wprowadzenie prawnych ograniczeń dla spółek niespełniających tych kryteriów.

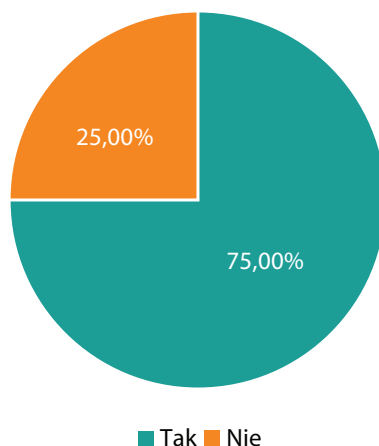
## Wnioski

- W opinii większości uczestników ankiety, ocena corporate governance spółki powinna pozostawać w gestii samych inwestorów nie być przedmiotem restrykcji państwa czy instytucji regulujących rynek.

#### D. Samoocena kwalifikacji i wiedzy z zakresu corporate governance

W ostatnim pytaniu profesjonalści inwestycyjni mieli za zadanie wskazać, czy uważają, że posiadają odpowiednie kwalifikacje lub wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance.

Czy uważasz, że posiadasz odpowiednie kwalifikacje/wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance?



#### Wyniki rozłożyły się następująco:

- 75% respondentów odpowiedziało „Tak”, wskazując, że czują się kompetentni i posiadają wystarczającą wiedzę (dane) do oceny kryteriów corporate governance.
- 25% respondentów odpowiedziało „Nie”, przyznając, że nie posiadają wystarczającej wiedzy lub kwalifikacji w tej dziedzinie.

#### Wnioski

- Zdecydowana większość w tej grupie uważa, iż posiada odpowiednie kwalifikacje i wiedzę potrzebne do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance. Jedynie co czwarty respondent przyznaje, że nie posiada w tym zakresie kompetencji bądź nie ma dostępu do wiedzy (danych) pozwalających dokonać oceny.

### 3.3. Dyrektorzy finansowi

W ankiecie skierowanej do Dyrektorów i menedżerów finansowych badano wpływ ich ocenę wpływu różnych czynników corporate governance na wartość spółki oraz przede wszystkim konsekwencje ich wprowadzania w spółce. Spojrzenie z wewnątrz spółki wydaje się bardzo istotne dla oceny skutków wprowadzania określonych standardów corporate governance w spółkach i faktycznej analizy ich wpływu na sytuację spółki. Ta grupa respondentów istotnie różni się w percepcji od analityków i zarządzających. Nie ocenia ona dużej liczby spółek pod kątem inwestycyjnym, lecz zajmując się finansami jednej spółki są w stanie dużo lepiej ocenić zmiany w spółce wywołane przez wprowadzenie określonych standardów corporate governance czy ESG.

Poniżej przedstawiono wyniki odpowiedzi udzielonych na poszczególne pytania.

#### 3.3.1. Wskazanie czynników mających wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy

Pierwsze pytanie, jakie zadano ankietowanym było identyczne z pozostałymi grupami brzmiało „*Które z poniższych czynników corporate governance mają Twoim zdaniem wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy?*”

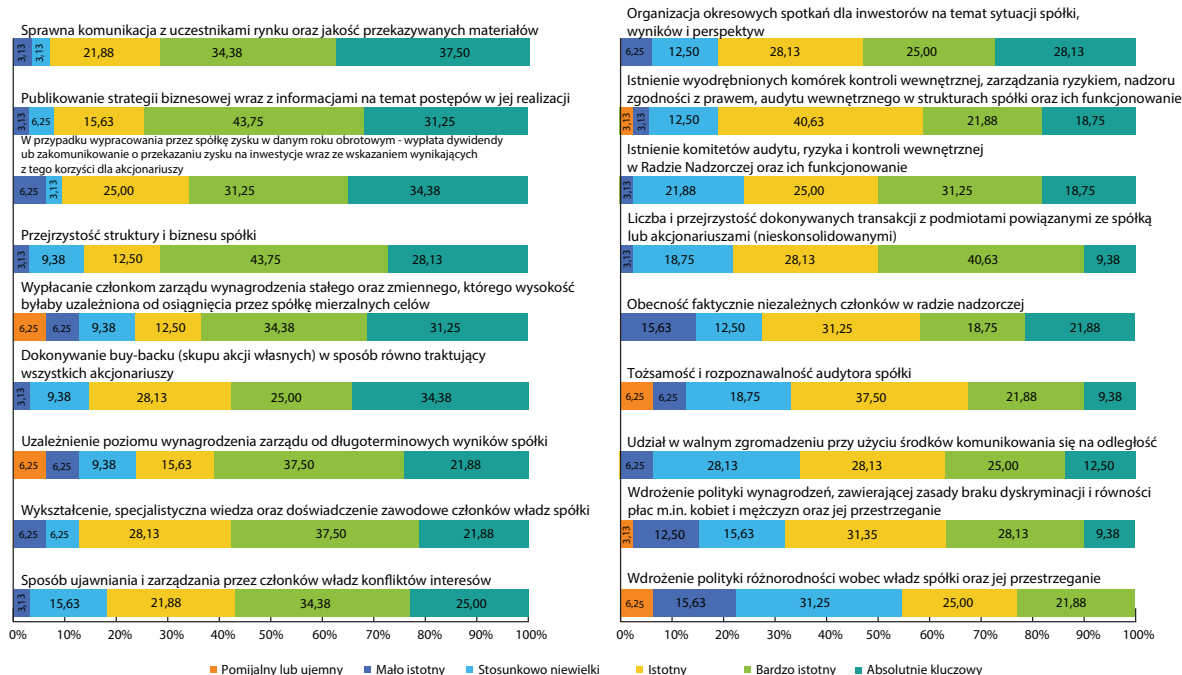


Podobnie jak w poprzednich grupach. ankietowani mieli za zadanie ocenić znaczenie czynników związanych z corporate governance na wartość spółki dla akcjonariuszy.

## Ocena czynników zaproponowanych przez autorów

W pierwszej kolejności dyrektorzy finansowi przypisywali określoną wagę istotności czynnikom zaproponowanym przez autorów. Rozkład udzielonych odpowiedzi prezentuje się następująco.

### Wpływ wybranych czynników corporate governance na wartość spółki dla akcjonariuszy



## Najważniejsze czynniki (średnia ocen: co najmniej 4,00)

Udzielone odpowiedzi pokazują, że dla Dyrektorów i menedżerów finansowych, będących respondentami tej ankiety, najistotniejszy jest w pierwszej kolejności następujący czynnik:

- **Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów (średnia 4,00)** została uznana za kluczowy element przez największą liczbę respondentów. Aż 38% respondentów określiło ten czynnik jako „absolutnie kluczowy”, a kolejne 34% jako „bardzo istotny”. Przełożyło się to na najwyższą średnią ocenę – ten czynnik jako jedyny osiągnął średnią ocen równą 4,00.

## Czynniki o wysokim stopniu istotności (średnia ocen: co najmniej 3,50)

Oprócz powyższych, wysokie oceny w kategoriach „bardzo istotny” i „absolutnie kluczowy” otrzymały także inne czynniki, takie jak:

- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji (średnia 3,94):** ponad 90% respondentów oceniła ten czynnik co najmniej jako „istotny” w tym 43,8% jako „bardzo istotny” a kolejne 31,3 jako „absolutnie kluczowy”. Dla 3,1% badanych strategia ma znaczenie „mało istotne”, a nikt nie uznał jej wpływu za „pomijalny” czy „ujemny”.
- W przypadku wypracowania przez spółkę zysku – wypłata dywidendy lub komunikat o przeznaczeniu zysku na



inwestycje (średnia 3,84): aż 31,3% respondentów oceniło ten czynnik jako „bardzo istotny”, a 34,4% jako „absolutnie kluczowy”. Żaden z respondentów nie uznał go za „pomijalny lub ujemny”.

- **Przejrzystość struktury i biznesu spółki (średnia 3,84):** ponad 87% ankietowanych przywiązuje co najmniej „istotną” wagę do przejrzystej struktury oraz czytelnego modelu działania firmy. Jedynie 3,1% wskazało na „mało istotny” wpływ tego czynnika przy braku ocen „pomijalny lub ujemny”.
- **Wypłacanie członkom zarządu wynagrodzenia stałego oraz zmiennego, uzależnionego od osiągnięcia mierzalnych celów (średnia 3,80):** blisko 78% respondentów zaliczyło system wynagrodzeń powiązany z konkretnymi wskaźnikami efektywności do czynników co najmniej „istotnych”. 34,4% respondentów określiło go jako „bardzo istotny” a dalsze 31,3 jako „absolutnie kluczowy”.
- **Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy (średnia 3,78):** w sumie 87,5% badanych docenia znaczenie fair buy-backu, wskazując co najmniej „istotne” znaczenie tego czynnika dla wartości spółki. Przy tym aż 34,4% wskazuje na „absolutnie kluczowy” wpływ tego czynnika.
- **Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki (średnia 3,70):** aż 37,5% respondentów uznało ten czynnik za „bardzo istotny”, a dalsze 25,0% określiło go jako „absolutnie kluczowy”. Odpowiedź „istotny” wybrało 15,6% ankietowanych. Za „mało istotny” ten czynnik uznało 6,3% respondentów, a taki sam odsetek respondentów przypisał mu „pomijalne lub ujemne” znaczenie.
- **Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki (średnia 3,63):** ten czynnik został oceniony jako istotny przez większość respondentów ankiety: 17,5% uznało ten czynnik za „absolutnie kluczowy” dla wartości spółki, a aż 30% respondentów przypisało temu aspektowi „bardzo istotne” znaczenie. Jednocześnie żaden ankietowany nie uznał jego wpływu za „pomijalny lub ujemny”.
- **Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktów interesów (średnia 3,63):** najwięcej respondentów, bo 34,4%, uznało znaczenie tego czynnika za „bardzo istotne”, a kolejne 25,0% określiło je jako „absolutnie kluczowe”. Ocenę „istotny” wybrało 21,9% respondentów, a 15,6% oceniło wpływ tego czynnika jako „stosunkowo niewielki”.
- **Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw (średnia 3,56):** ponad 80% respondentów uznaje regularne spotkania informacyjne za minimum „istotny” czynnik w kontekście budowania wartości spółki. Nikły odsetek przywiązuje do nich mniejszą wagę (6,3% odpowiedzi „mało istotny” oraz 12,5% „stosunkowo niewielki”).

### Czynniki uznane za najmniej istotne (średnia ocen: poniżej 3,00)

Na podstawie wyników ankiety zidentyfikowano następujący jeden czynnik corporate governance, który został uznany za najmniej istotny dla budowania wartości spółki w oczach dyrektorów i menedżerów finansowych biorących udział w ww. ankiecie:

- **Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie (średnia 2,57):** żaden z respondentów nie wskazał tego czynnika jako „absolutnie kluczowego”, a tylko 17,5% uznało go za „bardzo istotny”. Wprowadzenie zasad różnorodności i ich przestrzeganie wydaje się mieć ograniczone znaczenie dla akcjonariuszy, stąd też ten czynnik został oceniony jako najmniej istotny.



## Kluczowe wnioski z wyników ankiety

Z odpowiedzi dyrektorów i menedżerów finansowych wynika, że ich zdaniem:

1. Sprawna komunikacja z rynkiem, jakość materiałów oraz przejrzystość strategii biznesowej są kluczowe dla budowania wartości spółki w oczach dyrektorów finansowych.
2. Transparentność operacyjna i wynagrodzenia członków organów zarządzających oparte na mierzalnych celach w ocenie dyrektorów finansowych pomagają w budowaniu wartości dla akcjonariuszy i są istotnym czynnikiem corporate governance.
3. Wykształcenie, doświadczenie i specjalistyczna wiedza władz spółki są istotnym elementem wpływającym na jej wartość.
4. Czynniki takie jak polityka różnorodności, równość wynagrodzeń, wybór audytora czy funkcjonowanie komitetów nadzorczych mają mniejsze znaczenie dla respondentów w kontekście budowania wartości spółki.
5. Wyniki ankiety wskazują, że zdaniem dyrektorów i menedżerów finansowych, kluczowe znaczenie mają konkretne i wymierne działania wpływające na wyniki spółki, podczas gdy aspekty proceduralne i społeczne odgrywają drugorzędną rolę.

## B. Czynniki wskazane przez respondentów

W drugiej części ankiety dyrektorzy finansowi mieli możliwość wskazania własnych czynników corporate governance oraz przypisania im odpowiednich wag. Każdy punkt poniżej reprezentuje pojedynczą odpowiedź respondenta dotyczącą wpływu danego czynnika na jego zdaniem wartość spółki dla akcjonariuszy:

- Społeczna odpowiedzialność biznesu – Istotny
- „Awanse motywowane czysto wynikami” – Bardzo istotny
- Brak powiązań politycznych władz spółki – Bardzo istotny
- Powiązania z politykami – Absolutnie kluczowy
- Zarządzanie ryzykiem prawnym i podatkowym – Absolutnie kluczowy
- Ekologia – Absolutnie kluczowy
- Ekologia – Pomijalny lub ujemny

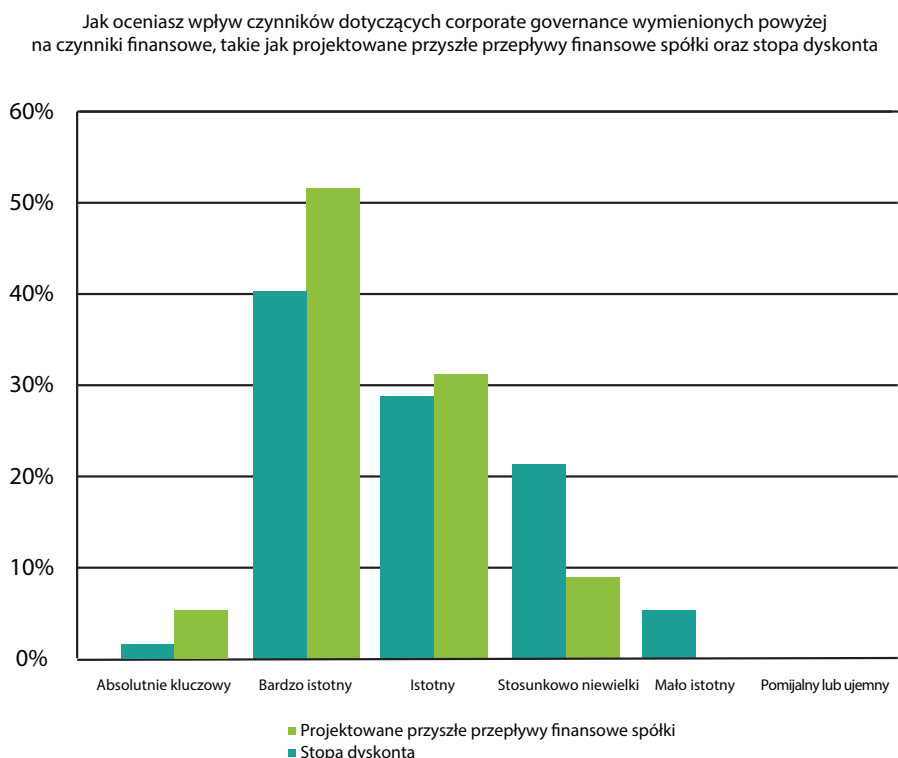
Wnioski:

***Dyrektorzy i menedżerowie finansowi zwracają uwagę negatywny aspekt powiązań politycznych spółek. W różnym kontekście poruszają również kwestię aspektu E i S, konglomeratu ESG (który jednak nie jest przedmiotem niniejszego badania), który budzi zarówno pozytywne, jak i negatywne konotacje.***



### 3.3.2. Ocena wpływu czynników z zakresu corporate governance w stosunku do wybranych czynników finansowych

Kolejnym pytaniem zadaniem respondentom było *Jak oceniasz wpływ czynników dotyczących corporate governance wymienionych powyżej w stosunku do czynników finansowych takich jak projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki oraz stopa dyskonta?*



Udzielone odpowiedzi wykazały, że zdaniem ankietowanych dyrektorów i menedżerów finansowych, Corporate governance jest istotne w kontekście prognozowania przyszłych przepływów finansowych spółki oraz stopy dyskonta.:

#### Projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki

- Aż 53,13% respondentów wskazało, że uwzględniają czynniki corporate governance w prognozowaniu przepływów finansowych i uważają ich wpływ za „bardzo istotny”, a kolejne 31,25% uznało go za „istotny”.
- Tylko 9,38% uznało ten wpływ za „stosunkowo niewielki”, a nikt nie wybrał odpowiedzi „mało istotny”.
- 6,25% określiło ten wpływ jako „absolutnie kluczowy”.

#### Stopa dyskonta

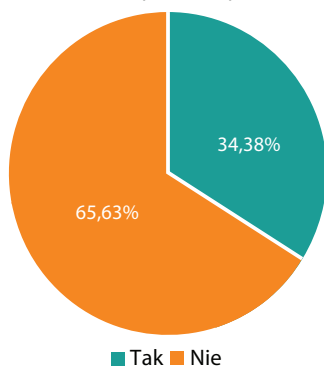
- W przypadku stopy dyskonta oceny były bardziej zróżnicowane. 40,63% respondentów uznało wpływ czynników corporate governance za „bardzo istotny”, a 28,13% za „istotny” na prognozowanie wartości stopy dyskonta.
- Znaczna część badanych, tj. 21,88%, wskazała, że wpływ ten jest „stosunkowo niewielki”.
- 6,25% oceniło wpływ jako „mało istotny”, a tylko 3,13% uznało go za „absolutnie kluczowy”. Należy jednak zwrócić uwagę, że dyrektorzy i menedżerowie finansowi często nie przeprowadzają wycen i nie konstruują modeli finansowych.



### 3.3.3. Dopuszczalność prawnego ograniczenia możliwości inwestowania w spółki w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance

W kolejnym pytaniu dyrektorzy finansowi wypowiadali się na temat możliwości prawnego ograniczenia inwestowania w spółki w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance.

Czy Twoim zdaniem możliwość inwestowania w spółki powinna być w jakichkolwiek sposób prawnie ograniczona w zależności od spełniania przez nie kryteriów corporate governance?



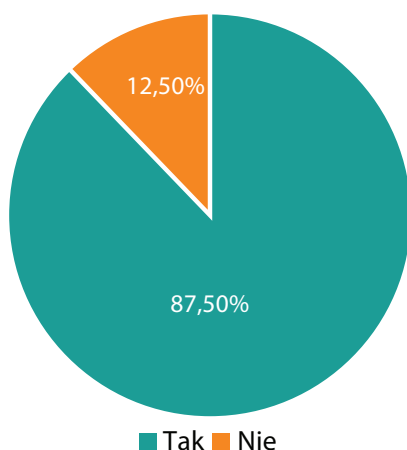
Odpowiedzi rozłożyły się następująco:

- 65,63% respondentów odpowiedziało „Nie”, uznając, że możliwość inwestowania nie powinna być ograniczona prawnie z powodu niespełniania kryteriów corporate governance.
- 34,38% respondentów odpowiedziało „Tak”, popierając wprowadzenie prawnych ograniczeń dla spółek niespełniających tych kryteriów.

### 3.3.4. Samoocena kwalifikacji i wiedzy z zakresu corporate governance

W dalszej kolejności pytano respondentów, *czy uważają, że posiadają odpowiednie kwalifikacje lub wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance.*

Czy uważasz, że posiadasz odpowiednie kwalifikacje/wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance?





## Wyniki rozłożyły się następująco:

- 87,50% respondentów odpowiedziało „Tak”, wskazując, że czują się kompetentni do oceny kryteriów corporate governance.
- 12,50% respondentów odpowiedziało „Nie”, przyznając, że nie posiadają wystarczającej wiedzy lub kwalifikacji w tej dziedzinie.

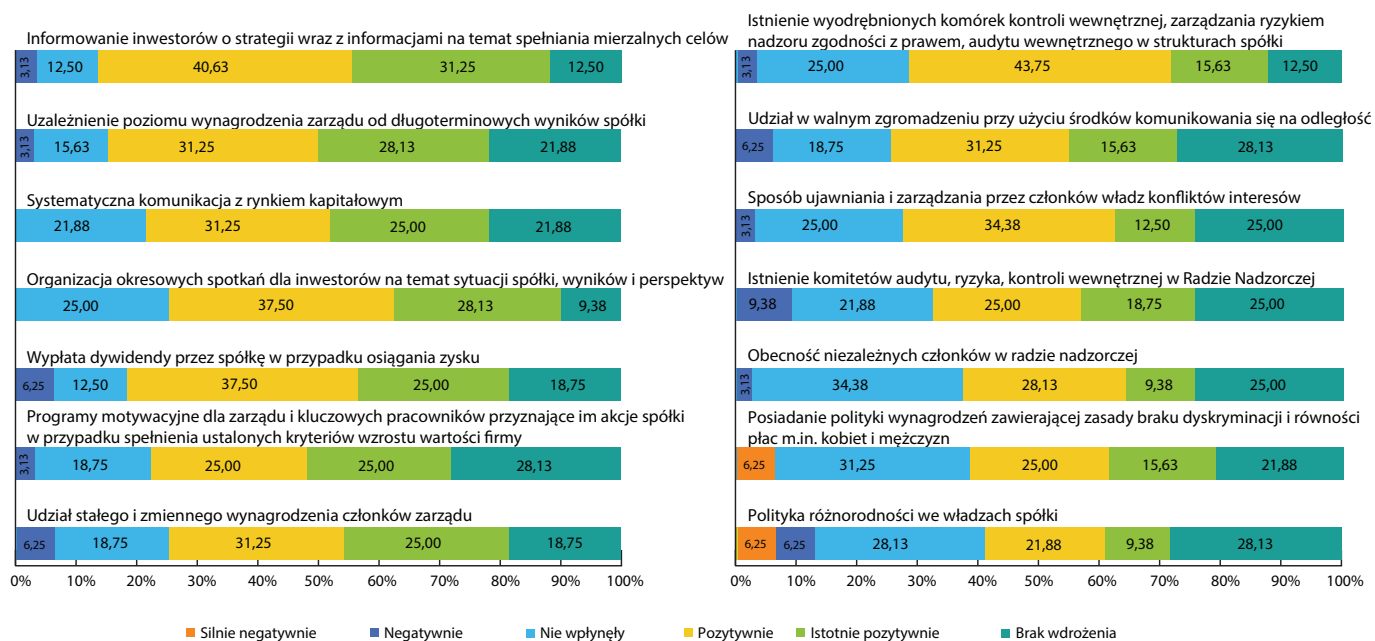
## Wnioski

- Zdecydowana większość uczestników ankiety deklaruje posiadanie odpowiednich kompetencji i wystarczającej wiedzy (dostępu do danych).

### 3.3.5. Badanie wpływu wprowadzenia standardów corporate governance na wyniki spółki

W tym pytaniu respondenci byli proszeni o wskazanie, w jakim stopniu wdrożenie tych praktyk wpłynęło na efektywność działania ich organizacji. Oceny były dokonywane na pięciostopniowej skali, od „silnie negatywnie” do „istotnie pozytywnie”, z możliwością zaznaczenia opcji „nie wpłynęły” oraz „nie zostały wprowadzone”. W odniesieniu do tej podgrupy pytanie to jest szczególnie istotne, gdyż jego celem jest uzyskanie informacji z wewnątrz spółki odnoszącej się do wpływu poszczególnych standardów corporate governance. Na podstawie odpowiedzi obliczono średnią ocenę dla każdego standardu, co pozwoliło na stworzenie rankingu najbardziej efektywnych praktyk corporate governance.

#### Wpływ wybranych standardów corporate governance na wyniki spółki





Poza czynnikami przygotowanymi przez autorów ankiety, respondenci mieli możliwość wskazania własnych czynników wpływających na wyniki finansowe ich spółek oraz przypisania im odpowiedniej wagi wpływu.

Wśród udzielonych odpowiedzi jeden z respondentów zaznaczył, że czynnik **Skuteczne zarządzanie ryzykiem prawnym i podatkowym** miał pozytywny wpływ na wyniki finansowe jego spółki.

#### Standardy o największym wpływie na wyniki spółki

- **Informowanie inwestorów o strategii wraz z informacjami na temat spełniania mierzalnych celów** - pozytywny wpływ: 37%, istotnie pozytywny wpływ: 29%, Neutralny wpływ: 11%. Negatywny wpływ: 3%, brak odpowiedzi „silnie negatywnie”. Nie zostały wprowadzone: 11%. Ten standard, wskazywany jako korzystny przez 66% respondentów, wyróżnia się jako jeden z najefektywniejszych elementów corporate governance w kontekście wyników finansowych. Jest to bardzo ciekawe, gdyż z jednej strony samo informowanie nie ma bezpośredniego przełożenia na wyniki finansowe, czy rentowność (choć może się przekładać na motywację spółki, jej zarządu i pracowników do określonego działania). Z drugiej strony dyrektorzy i menedżerowie finansowi będąc wewnątrz spółki nie są adresatami tych informacji, tak jak inwestorzy indywidualni czy profesjonalni. Wymienienie ich jako najistotniejszego, czy jednego z najistotniejszych czynników świadczy o bardzo silnym przekonaniu respondentów o ich znaczeniu.
- **Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki**: pozytywny wpływ: 29%, istotnie pozytywny wpływ: 26%, Neutralny wpływ: 14%, negatywny wpływ: 3%, brak odpowiedzi „silnie negatywnie”, nie zostały wprowadzone: 20%. Oznacza to, że ponad połowa (55%) respondentów oceniła ten standard jako mający pozytywny wpływ, co podkreśla znaczenie powiązania wynagrodzeń z wynikami długoterminowymi.
- **Systematyczna komunikacja z rynkiem kapitałowym**: pozytywny wpływ: 29%, istotnie pozytywny wpływ: 23%, neutralny wpływ: 20%, nie zostały wprowadzone: 20%. Odpowiedzi wskazują, że regularna komunikacja z rynkiem kapitałowym została oceniona pozytywnie przez 52% respondentów, co czyni ją ważnym narzędziem poprawy wyników spółki.

#### Standardy o umiarkowanym wpływie:

- **Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw**: pozytywny wpływ: 34%, istotnie pozytywny wpływ: 26%, neutralny wpływ: 23%. nie zostały wprowadzone: 9%. Odpowiedzi wskazują, że regularne spotkania z inwestorami były pozytywnie oceniane przez 60% respondentów, co wskazuje na ich kluczową rolę w budowaniu relacji z inwestorami.
- **Wypłata dywidendy w przypadku osiągnięcia zysku**: pozytywny wpływ: 34%, istotnie pozytywny wpływ: 23%, neutralny wpływ: 11%, negatywny wpływ: 6%, nie zostały wprowadzone: 17%. Wyniki pokazują, że konsekwentnie dzielnie się zyskiem z akcjonariuszami zostało ocenione pozytywnie przez 57% respondentów, co podkreśla istotność tego czynnika dla interesariuszy.
- **Programy motywacyjne dla zarządu i kluczowych pracowników przyznające im akcje spółki w przypadku spełnienia ustalonych kryteriów wzrostu wartości firmy**: pozytywny wpływ: 23%, istotnie pozytywny wpływ: 23%, neutralny wpływ: 17%, negatywny wpływ: 3%, nie zostały wprowadzone: 26%. Wnioski z odpowiedzi: ten standard, choć pozytywnie oceniany przez 46% respondentów, ma stosunkowo wysoki odsetek firm, które go nie wprowadziły (26%).



### Najmniej wpływowe standardy:

- **Wdrożenie polityki różnorodności we władzach spółki:** pozytywny wpływ: 20%, istotnie pozytywny wpływ: 9%, neutralny wpływ: 26%, negatywny wpływ: 6%, silnie negatywny wpływ: 6%, nie zostały wprowadzone: 26%. Oznacza to, że tylko 29% respondentów oceniło ten standard pozytywnie, a znaczny odsetek (26%) wskazał na brak jego wdrożenia.
- **Posiadanie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn:** pozytywny wpływ: 23%, istotnie pozytywny wpływ: 14%, neutralny wpływ: 29%, negatywny wpływ: 6%, nie zostały wprowadzone: 20%. Wnioski: tylko 37% respondentów oceniło, że ten standard ma pozytywny wpływ na wyniki finansowe, co stawia pod znakiem zapytania potrzebę jego dalszego promowania i wdrażania.

### Wnioski:

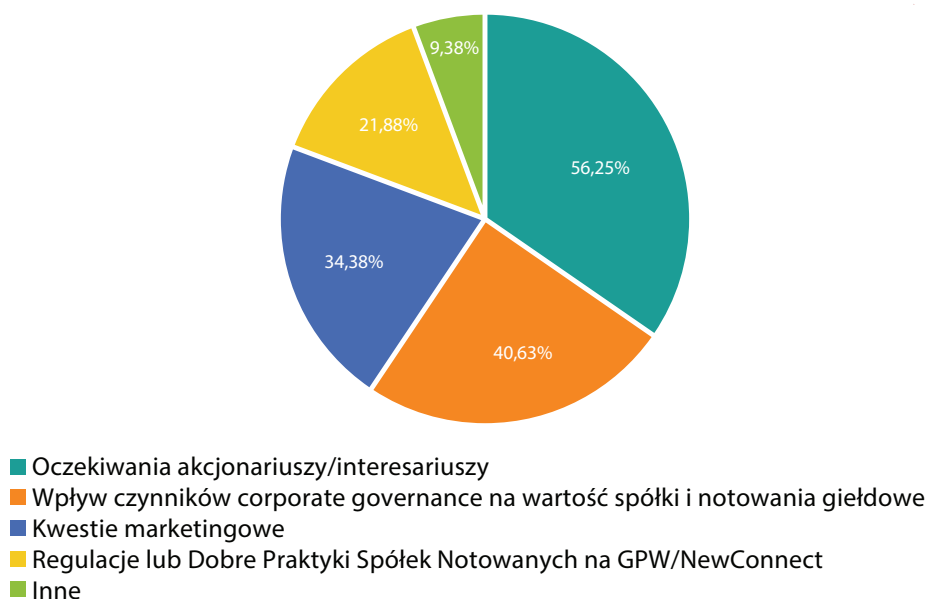
- Co ciekawe czynniki wskazywane jako mające najbardziej pozytywny wpływ związane są z dobrą komunikacją z inwestorami i rynkami kapitałowymi, oraz strukturyzowanie wynagrodzeń zarządu. O ile nie przekładają się one bezpośrednio na wycenę spółki, dostęp do kapitału czy niższe koszty finansowania, o tyle mogą stanowić motywację do efektywnego zarządzania w interesie akcjonariuszy/interesariuszy spółki. Polityka informacyjna może również stanowić motywator wymuszający na spółce pewne standardy, procedury i zachowania. Umożliwia to większą kontrolę nad spółką przez akcjonariuszy..
- Dzielenie się wypracowanym zyskiem z akcjonariuszami (wypłata dywidendy) jest również dość wysoko oceniana. Wpływ wypłacanej dywidendy na efektywność spółki wymagałby zbadania.
- Stosunkowo nisko oceniane przez dyrektorów finansowych są ewentualne korzyści z wprowadzania różnorodności i równości płac. Zdaniem większości respondentów z grupy dyrektorów i menedżerów finansowych nie miały one istotnego wpływu na efektywność finansową, choć pewna część respondentów widzi taki wpływ.

Należy zauważyć, że dyrektorzy finansowi zwykle odpowiadają za stricte bieżące kwestie finansowe w zarządzanych spółkach. Wdrożenie standardu corporate governance które nie ma bezpośredniego przełożenia na obecne oszczędności lub wzrost przychodów, a wpływa na efektywność wyników finansowych w dłuższym terminie może nie być dostrzeżona.

### 3.3.6. Motywacja do uwzględniania czynników corporate governance w zarządzaniu spółką

Kolejne pytanie w ankiecie skierowanej do dyrektorów i menedżerów finansowych dotyczyło czynników motywujących spółki do uwzględniania zasad corporate governance w zarządzaniu. Respondenci mieli wskazać, które z podanych czynników miały kluczowe znaczenie dla ich organizacji. Pytanie miało na celu zrozumienie głównych powodów wdrażania standardów corporate governance.

### Motywacja do uwzględniania czynników corporate governance w zarządzaniu spółką



#### Poniżej przedstawiono czynniki corporate governance w kategorii od najczęściej do najrzadziej wskazywanych:

- **Oczekiwania akcjonariuszy/interesariuszy:** 56,25%. Była to najczęściej wskazywana motywacja. Ponad połowa uczestników ankiety uznała, że uwzględnianie zasad corporate governance w ich spółkach wynika głównie z oczekiwań akcjonariuszy oraz interesariuszy, co podkreśla znaczenie transparentności i spełniania wymagań kluczowych grup interesów.
- **Wpływ czynników corporate governance na wartość spółki i notowania giełdowe:** 40,63%. Drugą najważniejszą motywacją był wpływ zasad corporate governance na zwiększenie wartości spółki oraz poprawę jej notowań giełdowych. Wskazuje to na przekonanie, że dobre zarządzanie przekłada się na korzyści finansowe i rynkowe.
- **Kwestie marketingowe:** 34,38%. Ponad jedna trzecia respondentów wskazała kwestie marketingowe jako ważny czynnik. Sugeruje to, że corporate governance może być również postrzegane jako element budowania wizerunku spółki.
- **Regulacje lub Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW/NewConnect:** 21,88%. Struktura odpowiedzi świadczy o tym, że regulacje i dobre praktyki są postrzegane jako motywacja przez niewiele ponad jedną piątą respondentów. Choć standardy te są istotne, wydają się mniej kluczowe w porównaniu do oczekiwań interesariuszy czy wartości giełdowej.
- **Inne:** 9,38%. Wnioski: Kilka odpowiedzi dotyczyło innych, niesprecyzowanych w strukturze pytania czynników, co wskazuje na możliwe dodatkowe, specyficzne dla poszczególnych spółek motywacje. Ankietowani wskazywali na następujące czynniki: pozyskiwanie finansowania, politykę grupy kapitałowej oraz standardy grupowe i kulturę organizacji.

#### Podsumowanie:

- Oczekiwania akcjonariuszy i interesariuszy stanowią w ocenie dyrektorów finansowych główną motywację do uwzględniania zasad corporate governance (56,25%), co wskazuje na silne znaczenie relacji z grupami interesu.
- Wpływ na wartość spółki i notowania giełdowe (40,63%) również jest zdaniem dyrektorów finansowych istotnym



czynnikami, a kwestie marketingowe (34,38%) zajmują trzecią pozycję.

- Regulacje oraz dobre praktyki są mniej znaczące (21,88%), a inne czynniki wskazało tylko 9,38% respondentów.
- Wyniki te pokazują, że corporate governance jest postrzegane przez dyrektorów finansowych przede wszystkim jako narzędzie budowy zaufania i wartości rynkowej.

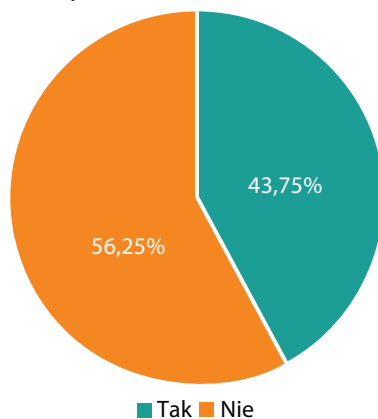
### 3.3.7. Ocena łańcucha dostaw

#### A. Ocena łańcucha dostaw spółki w kontekście corporate governance

Kolejne pytanie brzmiało „*Czy Państwa spółka ocenia swój łańcuch dostaw w kontekście corporate governance?*”

Celem pytania było zbadanie, w jakim stopniu firmy włączają zasady corporate governance do zarządzania łańcuchem dostaw oraz które aspekty tego procesu są uznawane za najważniejsze. Respondenci mieli określić, czy takie praktyki są stosowane, a jeśli tak, to w kolejnym pytaniu wskazywali w jakim zakresie brane są pod uwagę określone czynniki.

Czy Twoja spółka ocenia swój łańcuch dostaw w kontekście corporate governance?



- Brak oceny łańcucha dostaw - 56,25% odpowiedzi
- Ocena łańcucha dostaw - 43,75% odpowiedzi

Ponad połowa ankietowanych wskazała, że ich spółki nie uwzględniają zasad corporate governance w ocenie swoich łańcuchów dostaw. Sugeruje to, że obszar ten wciąż nie jest powszechnie integrowany w zarządzaniu dostawami.

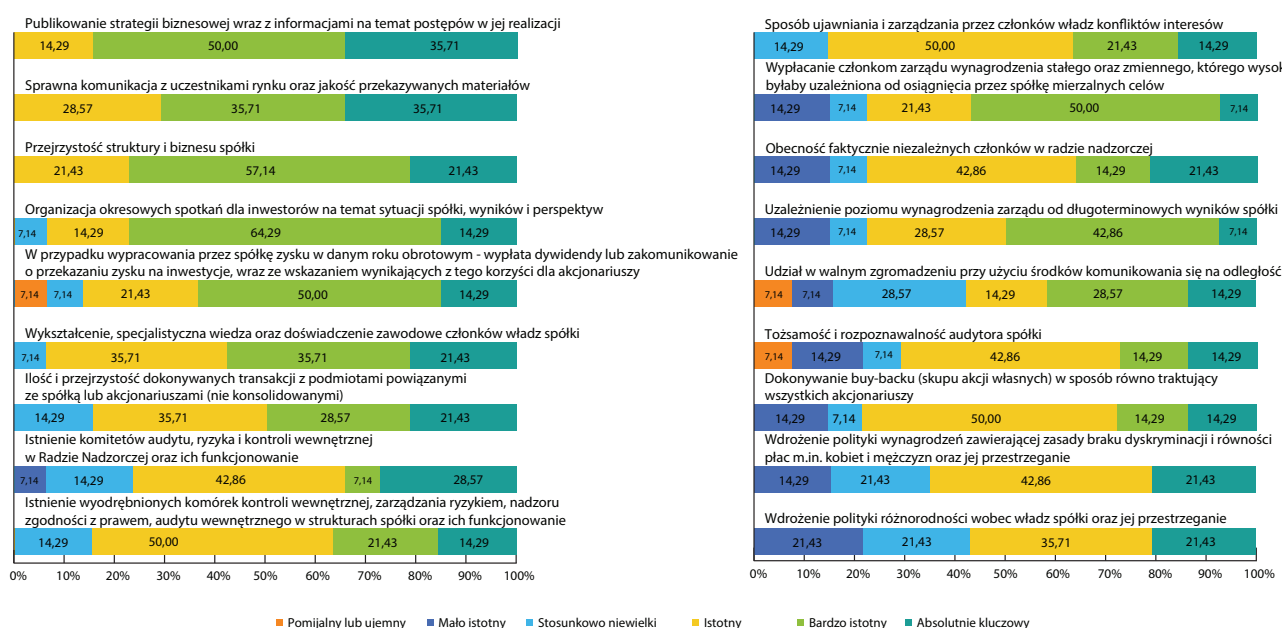
Wyniki ankiety pokazują, że uwzględnianie corporate governance w ocenie łańcucha dostaw nie jest jeszcze powszechną praktyką, choć 43,75% respondentów deklaruje podjęcie takich działań. Dla firm, które realizują te oceny, kluczowe są aspekty takie jak środowisko, etyka czy prawa pracowników, co świadczy o rosnącym znaczeniu tych czynników w zarządzaniu łańcuchem dostaw. Warto jednak zwrócić uwagę na dużą grupę (56,25%) firm, które nie wdrażają takich praktyk, co wskazuje na potencjał do poprawy w obszarze integracji corporate governance z procesami zakupowymi i dostawczymi.

#### B. Stopień uwzględnienia czynników w ocenie łańcucha dostaw spółki w kontekście corporate governance

W firmach, które oceniają zasady corporate governance w ocenie łańcucha dostaw zidentyfikowano czynniki które są brane pod uwagę. Analiza czynników została przeprowadzona na podstawie odpowiedzi od 14 respondentów, którzy potwierdzili, że ich spółki oceniają łańcuch dostaw w kontekście corporate governance. Wyniki te pozwalają zidentyfikować kluczowe obszary uwzględniane w procesie oceny:

Poniższe wyniki pochodzą z badania przeprowadzonego wśród dyrektorów finansowych, którzy w poprzednim pytaniu potwierdzili, że ich spółka ocenia swój łańcuch dostaw w kontekście corporate governance. Tych respondentów zapytano, w jakim stopniu przy ocenie łańcucha dostaw spółki w kontekście corporate governance uwzględniane są wskazane czynniki. Dzięki temu można w prosty sposób porównać względne znaczenie poszczególnych czynników oraz ustalić ich priorytety.

### W jakim stopniu w ocenie łańcucha dostaw spółki stopniu brane są pod uwagę poniższe czynniki corporate governance?



Poniższe omówienie pokazuje, które zagadnienia respondenci uznali za najbardziej (i najmniej) istotne przy ocenie łańcucha dostaw spółki w kontekście corporate governance. Wnioski te wynikają ze średnich ocen poszczególnych czynników:

#### Najwyżej oceniane czynniki (średnia co najmniej 4.00)

- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji (średnia 4,00):** respondenci wyraźnie wskazali, że klarowna strategia i regularne informowanie o jej realizacji są fundamentem zaufania. Aż 35,7% respondentów uznało czynnik za „absolutnie kluczowy”, a 50% za „bardzo istotny”, co przełożyło się na najwyższą średnią w całym zestawieniu.
- **Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku i jakość przekazywanych materiałów (średnia 4,07)** – z odpowiedzi respondentów wynika, że transparentność i rzetelna komunikacja z interesariuszami to podstawa oceny ładu korporacyjnego w kontekście łańcucha dostaw. 35,7% respondentów oceniło czynnik jako „absolutnie kluczowy”, a kolejne 35,7% jako „bardzo istotny”, wskutek czego średnia ocena jest drugą najwyższą w zestawieniu.
- **Przejrzystość struktury i biznesu spółki (średnia 4,00)** - respondenci wskazali, że jasna struktura organizacyjna i przejrzystość modelu biznesowego ułatwiają ocenę wiarygodności spółki w łańcuchu dostaw. 21,4% respondentów wskazało „absolutnie kluczowe” znaczenie tego czynnika a dalsze 57,1% oceniło jego wpływ jako „Bardzo istotny”.



### Czynniki o wysokim stopniu istotności (średnia co najmniej 3.50)

- **Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw (średnia 3,86):** regularne spotkania (np. konferencje wynikowe czy cykliczne spotkania otwarte) pozwalają na pogłębiony dialog z interesariuszami. Choć nadal wysoko oceniane przez dyrektorów finansowych, czynnik ten nieco ustępuje kluczowości publikowaniu strategii i komunikacji pisemnej.
- **W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym - wypłata dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje, wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy (średnia 3,77)** – odpowiedzi respondentów wskazują, że wypłata zysku akcjonariuszom, lub wyjaśnienie innego sposobu jego przeznaczenia, buduje wiarygodność władz spółki i pokazuje, w jaki sposób zarząd dba o zyski akcjonariuszy oraz rozwój biznesu. Dla 64,3% respondentów ten czynnik ma przynajmniej „bardzo istotny” wpływ na ocenę partnerów w analizie łańcucha dostaw.
- **Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki (średnia 3,71):** odpowiednie kwalifikacje i doświadczenie władz spółki są postrzegane jako fundament skutecznego zarządzania oraz wypracowywania długoterminowej wartości. Średnia ocena wpływu tego czynnika na ocenę łańcucha dostaw wyniosła 3,71, co plasuje ten czynnik w górnej połowie zestawienia (choć nie w ścisłej czołówce). Żaden z respondentów nie uznał go za „pomijalny lub ujemny” bądź „mało istotny”; 21,4% wskazało natomiast, że jest on „absolutnie kluczowy”.
- **Ilość i przejrzystość dokonywanych transakcji z podmiotami powiązanymi ze spółką lub akcjonariuszami (nie konsolidowanymi) (średnia 3,57):** odpowiedzi wskazują, że w kontekście łańcucha dostaw jawne i klarowne raportowane powiązania wspomagają budowanie zaufania u dostawców, klientów i partnerów biznesowych. Również w tym przypadku wszyscy respondenci uznali czynnik za „istotny” w różnym stopniu (nikt nie oznaczył go jako „pomijalny lub ujemny” czy „mało istotny”), a 21,4% respondentów uznało go za „absolutnie kluczowy”.

### Czynniki o najniższej istotności (poniżej 3,00)

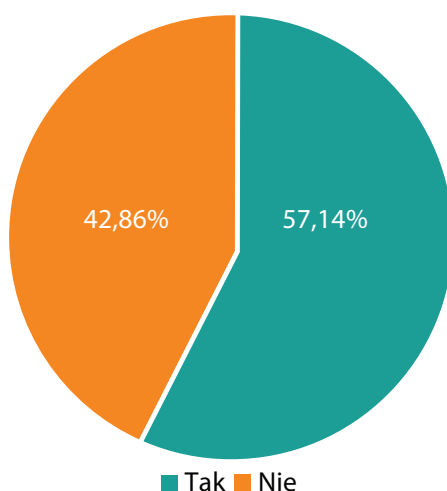
- **Wdrożenie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn oraz jej przestrzeganie (średnia 2,93):** choć kwestie równości płac i braku dyskryminacji zyskują coraz większe znaczenie społeczne i prawne, w ocenie respondentów istotność tych polityk przy ocenie łańcucha dostaw nie jest tak silnie zaznaczony, jak w przypadku czynników czysto finansowych lub związanych z komunikacją. Choć 42,9% respondentów określa wpływ tego czynnika jako „istotny”, a 21,4% jako „absolutnie kluczowy” to 14,3% wskazuje jego wpływ jako „mało istotny” a 21,4% jako „stosunkowo niewielki”.
- **Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie (średnia 2,79):** polityka różnorodności we władzach spółki, choć coraz częściej wymieniana w kontekście dobrych praktyk corporate governance, znalazła najmniejsze uznanie wśród badanych dyrektorów finansowych. Jedynie 21,4% respondentów uznało ją za „absolutnie kluczową” w ocenie łańcucha dostaw, natomiast prawie tyle samo (21,4%) określiło ją jako „mało istotną”. Z drugiej strony 35,7% respondentów oceniło różnorodność jako „istotną”, a kolejne 21,4% jako „absolutnie kluczową”.



### C. Samoocena umiejętności uwzględnienia czynników w ocenie łańcucha dostaw spółki w kontekście corporate governance

Ostatnie pytanie skierowane do dyrektorów finansowych i dotyczące oceny łańcucha dostaw spółki brzmiało: „**Czy uważasz, że posiadasz realną możliwość oceny corporate governance w łańcuchu dostaw?**” Struktura odpowiedzi ujawniła podział w samoocenie wiedzy w tym obszarze wśród respondentów.

Czy uważasz, że posiadasz realną możliwość oceny corporate governance w łańcuchu dostaw?

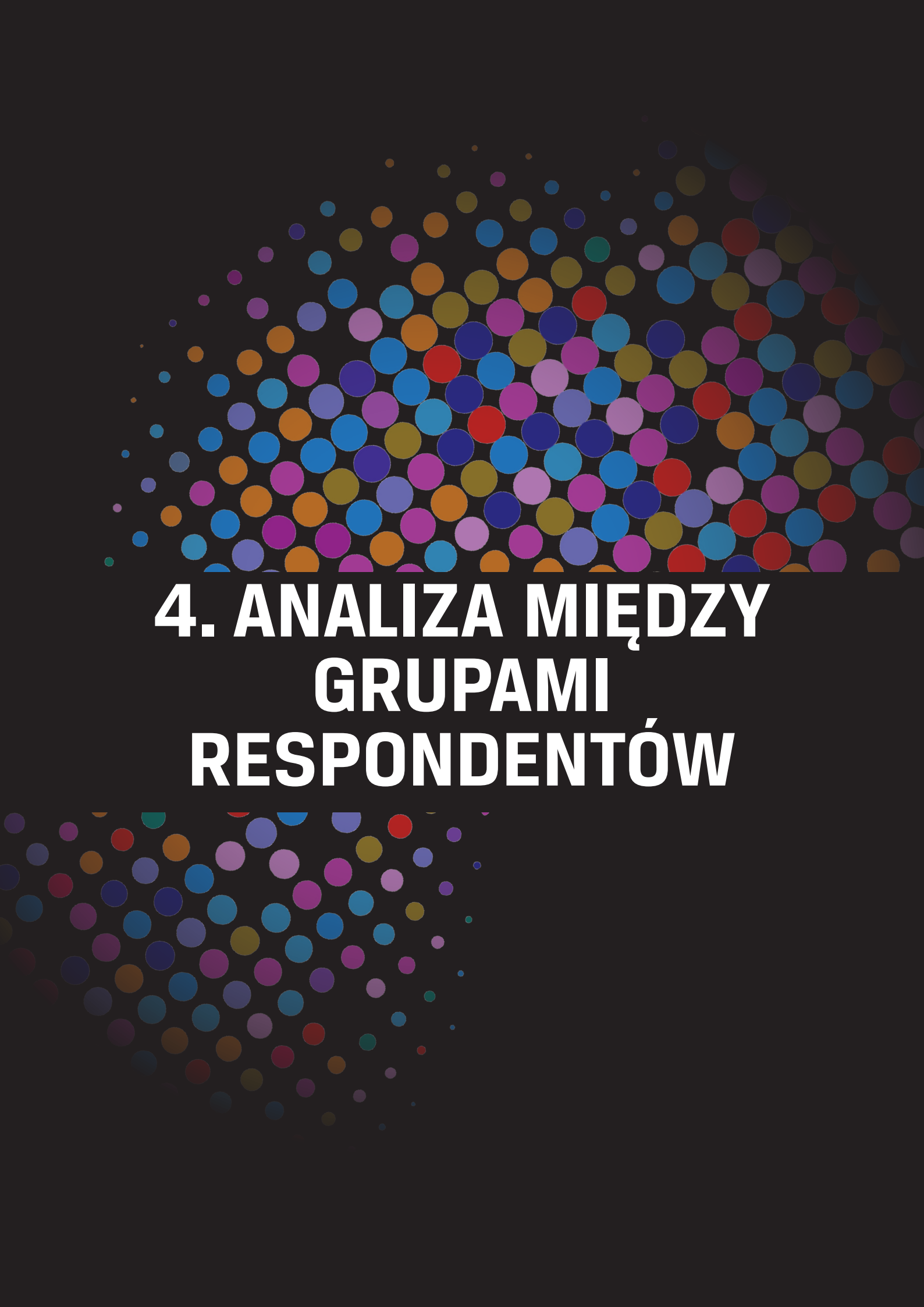


#### Wyniki przedstawiają się następująco:

- 57,14% uczestników uważa, że posiada realną możliwość oceny corporate governance w łańcuchu dostaw;
- 42,86% respondentów wskazało na brak realnej możliwości oceny w tym zakresie.

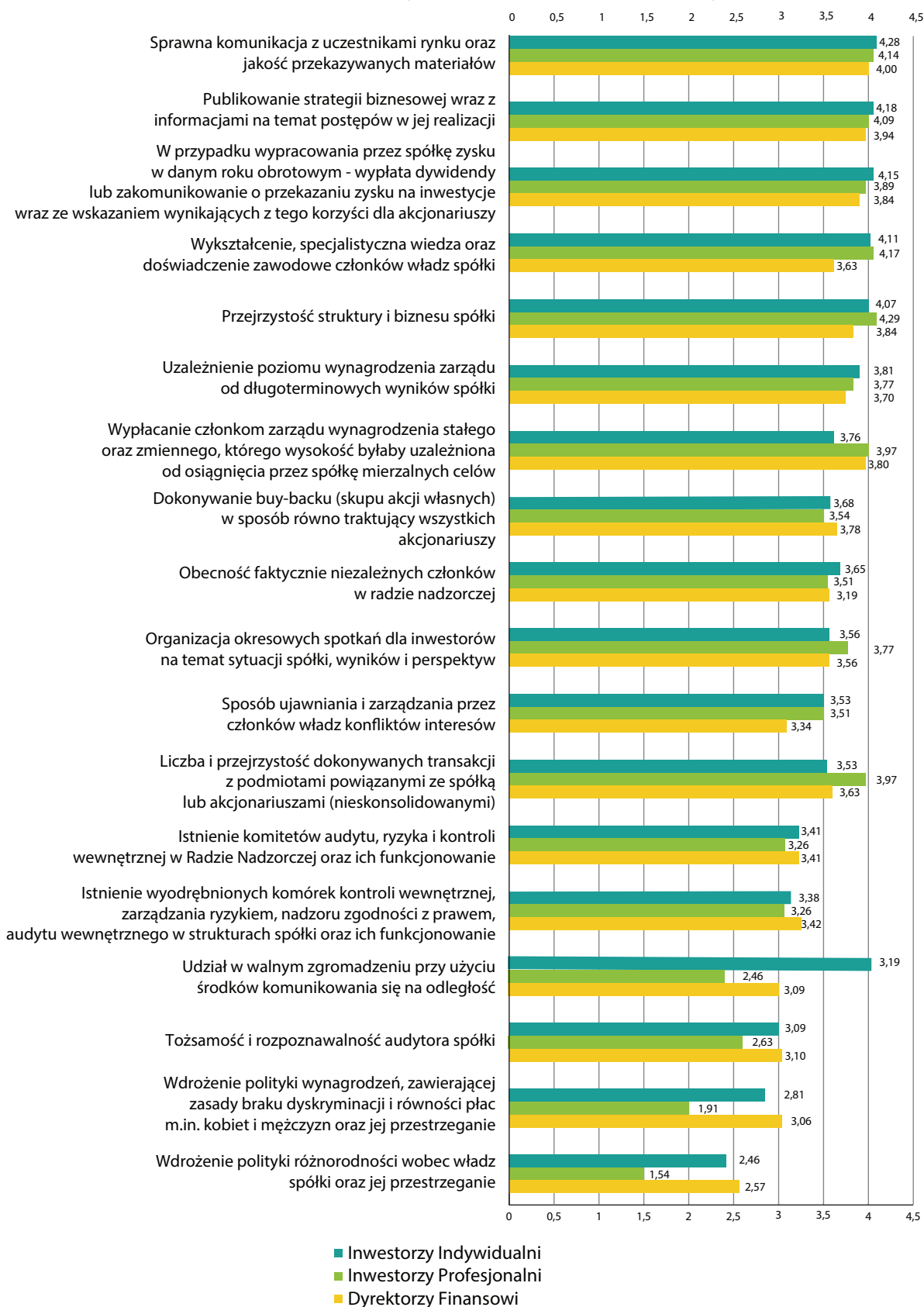
#### Kluczowe Wnioski:

- Niewielka większość ankietowanych czuje się kompetentna – jedynie nieco ponad połowa respondentów wyraziła pewność co do swoich umiejętności w zakresie oceny ładu korporacyjnego w łańcuchach dostaw.
- Niemalże połowa pytaných dyrektorów finansowych przyznała, że nie posiada odpowiednich narzędzi, wiedzy eksperckiej czy danych, aby skutecznie przeprowadzić taką ocenę.
- Wyniki sygnalizują, że spółki mogą rozważyć wprowadzenie dodatkowych standardów, procedur oceny ryzyka oraz szkoleń z zakresu ładu korporacyjnego i zarządzania łańcuchem dostaw, co może przełożyć się na poprawę efektywności i bezpieczeństwa operacyjnego.



## **4. ANALIZA MIĘDZY GRUPAMI RESPONDENTÓW**

## Które z poniższych czynników corporate governance mają Twoim zdaniem wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy?





Wszystkim grupom respondentów zadano pytanie: „**Które z poniższych czynników corporate governance mają twoim zdaniem wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy?**” W poszczególnych grupach uzyskano różniące się odpowiedzi, choć widoczne są liczne podobieństwa.

#### Czynnik o największym znaczeniu:

- **Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów** – jak się wydaje najważniejszy czynnik dla uczestników tego badania. Został on oceniony jako najistotniejszy w grupie Inwestorów indywidualnych i grupie Dyrektorów i menedżerów finansowych. W grupie Inwestorów i menedżerów finansowych został on wskazany jako trzeci w kolejności najistotniejszy czynnik. Dodatkowo jest to jedyny czynnik, którego średnia ocen w każdej grupie respondentów osiągnęła co najmniej poziom 4,00, co świadczy o jego fundamentalnym znaczeniu dla postrzegania wartości spółki.

#### Czynniki o bardzo wysokim znaczeniu:

- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji** – znalazło się na drugim miejscu w grupie Inwestorów indywidualnych (średnia 4,18) i grupie Dyrektorów i menedżerów finansowych (średnia 3,94). W grupie Inwestorów i menedżerów finansowych został on wskazany jako czwarty w kolejności najistotniejszy (średnia ocen 4,09).
- **Wypłata dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy, w przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym** – ten czynnik został wysoko oceniony przez Inwestorów indywidualnych (trzeci – średnia 4,15)) i Dyrektorów/ menedżerów finansowych (ex aequo trzeci ze średnią 3,84)). W grupie inwestorów profesjonalnych czynnik ten nie znalazł się w czołówce, jednakże uzyskał wysoką średnią ocenę (3,89).
- **Wyszkolenie, specjalistyczną wiedzę oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki** – jako czołowy najistotniejszy czynnik wskazują grupy Inwestorów indywidualnych i Inwestorów profesjonalnych. Jest to czwarty najistotniejszy czynnik dla Inwestorów indywidualnych (średnia 4,11) i drugi dla Inwestorów profesjonalnych (średnia 4,17). Nie znalazł on się jednak w czołówce wśród odpowiedzi Dyrektorów i menedżerów finansowych (średnia 3,63).
- **Przejrzystość struktury i modelu biznesowego** – dla inwestorów profesjonalnych jest to czynnik o najwyższej średniej ocenie (4,29). Inwestorzy indywidualni także uznali go za bardzo istotny (4,07). Z kolei Dyrektorzy finansowi uplasowali go w górnej strefie czynników umiarkowanie wysokiej istotności (3,84).

#### Czynniki o umiarkowanym znaczeniu:

- **Powiązanie wynagrodzenia zarządu z długoterminowymi wynikami spółki** – wskazywany przez inwestorów indywidualnych (3,81), profesjonalnych (3,77) oraz dyrektorów finansowych (3,70) jako ważny mechanizm zbieżności interesów zarządu i akcjonariuszy, mający przełożenie na budowę wartości spółki.
- **Wypłacanie członkom zarządu części stałej i zmiennej (zależnej od mierzalnych celów)** – średnie oceny w granicach 3,70–3,90 w każdej z grup (np. 3,76 u inwestorów indywidualnych, 3,97 u profesjonalnych, 3,80 u dyrektorów finansowych) potwierdzają istotny wpływ wdrożenia motywacyjnej struktury wynagrodzeń dla kluczowej kadry menadżerskiej.



- **Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) na równych zasadach dla wszystkich akcjonariuszy** – czynnik istotny zarówno dla inwestorów indywidualnych (3,68), inwestorów profesjonalnych (3,54) oraz dyrektorów finansowych (3,78).
- **Sposób ujawniania i zarządzania konfliktami interesów** - w każdej grupie respondentów czynnik ten przekroczył próg średniej ocen 3,50 (3,53 u inwestorów indywidualnych, 3,97 u inwestorów profesjonalnych, 3,63 u dyrektorów finansowych).
- **Organizacja okresowych spotkań i prezentacji dla inwestorów** - w każdej grupie respondentów. czynnik ten był oceniany powyżej średniej 3,50 (średnia ocen 3,56 u inwestorów indywidualnych, 3,77 u inwestorów profesjonalnych oraz 3,56 u dyrektorów finansowych).

### Czynniki uznane za najmniej istotne

Wśród czynników, które zostały ocenione jako najmniej istotne dla wartości spółki, również zwraca uwagę podobieństwo odpowiedzi respondentów.

- **Wdrożenie polityki różnorodności oraz jej przestrzeganie** - najniżej oceniony czynnik przez wszystkie grupy respondentów ze średnią ocen 2,46 w grupie Inwestorów indywidualnych, średnią 1,54 w grupie Inwestorów profesjonalnych oraz średnią ocen 2,57 w grupie Dyrektorów i menedżerów finansowych.
- **Wdrożenie polityki wynagrodzeń, zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn oraz jej przestrzeganie** zostało wskazane jako drugi najmniej istotny czynnik przez wszystkie grupy respondentów. Inwestorzy indywidualni ocenili jego istotność średnio na 2,81, Inwestorzy profesjonalni na 1,91 a dyrektorzy/menedżerowie finansowymi ocenili ten czynnik na 3,09 punktu w pięciostopniowej skali.
- Nisko ocenianym czynnikiem przez respondentów była **Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki**. Czynnik ten pojawił w odpowiedziach Dyrektorów i menedżerów finansowych jako czwarty najmniej istotny (średnia 3,09). W grupie Inwestorów indywidualnych i Inwestorów profesjonalnych plasował się na odpowiednio miejscu trzecim (3,09) i czwartym (2,63) wśród najmniej istotnych czynników.
- **Możliwość Udziału w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość** została stosunkowo nisko oceniona przez Inwestorów profesjonalnych (2,46 – trzeci najniżej oceniany czynnik) i Dyrektorów/menedżerów finansowych (trzeci najmniej istotny czynnik - średnia 3,09). Co ciekawe możliwość ta została również potraktowana jako mało istotny czynnik wśród Inwestorów indywidualnych (3,19 – czwarte miejsce od końca), którzy są grupą najbardziej zainteresowaną uczestnictwem w walnych zgromadzeniach na odległość.
- Dyrektorzy/menedżerowie finansowi będący respondentami tej ankiety wśród czynników o niewielkiej istotności wymieniają **obecność w sradzie nadzorczej faktycznie niezależnych członków tego organu** (średnia 3,19). Zdania tego nie podzielają respondenci będący Inwestorami indywidualnymi czy profesjonalnymi, dla których ten czynnik przekracza średnią 3,5 (odpowiednio 3,65 u Inwestorów Indywidualnych i 3,51 u Inwestorów. profesjonalnych)

### Wnioski

- Odpowiedzi w poszczególnych grupach respondentów różnią się, jednak wszystkie 3 grupy respondentów są dość zgodne odnośnie najistotniejszych czynników wpływających na wartość spółki i najmniej istotnych czynników.



- Wszystkie 3 grupy za najistotniejsze czynniki uważają **Sprawną komunikacją z uczestnikami rynku; Jasną, publikowaną i realizowaną strategię biznesową; Jasną i przestrzeganą politykę dywidendy (i przekazywanie informacji w tym zakresie); oraz Wykształcenie, wiedzę oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki** – czynniki te należą do klasycznych elementów corporate governance, które od wielu lat obecne są w tym obszarze funkcjonowania spółek.
- Czynniki uważane za najmniej istotne to przede wszystkim **Polityka różnorodności, polityka wynagrodzeń, zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości oraz Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki**. Dwa pierwsze czynniki należą do czynników obecnych w obszarze corporate governance od stosunkowo niedawna. Do corporate governance wchodzi one stopniowo od kilkunastu lat.
- Inwestorzy profesjonalni słabiej niż inne grupy respondentów cenią m.in. zdalny udział w walnym zgromadzeniu czy markę audytora (jako jedyni oceniają istotność tych czynników poniżej 3,0). Inwestorzy indywidualni większą wagę przywiązują do przejrzystości polityki dywidend i buy-backu. Z kolei dyrektorzy finansowi konsekwentnie wskazują na dominującą rolę komunikacji rynkowej przy nieco mniej kategorycznym podejściu do pozostałych czynników (większość w przedziale średniej ocen na poziomie 3,50–3,90).



## **5. PODSUMOWANIE**





## 5.1. Rola corporate governance w budowaniu wartości spółki dla akcjonariuszy

Z odpowiedzi wszystkich grup respondentów wynika, że czynniki z zakresu corporate governance odgrywają bardzo istotną rolę w budowaniu wartości spółki dla akcjonariuszy. Przejrzystość, skuteczny nadzór, transparentne wynagradzanie zarządu oraz efektywna komunikacja z inwestorami to najważniejsze aspekty wpływające na stabilność i rozwój firm. Wdrożenie solidnych zasad corporate governance może istotnie zwiększyć zaufanie inwestorów i przyczynić się do długoterminowego wzrostu wartości spółki.

Na podstawie przeprowadzonych ankiet można wyróżnić kilka istotnych obszarów, które mają kluczowe znaczenie dla wszystkich grup respondentów:

- **Przejrzystość i komunikacja**
- **Zarządzanie finansami i transparentność**
- **Nadzór nad zarządem i kontrola wewnętrzna**
- **Długoterminowa strategia wynagrodzeń**
- **Transparentna polityka dotycząca wypłaty dywidend**

Chociaż poszczególne grupy respondentów mogą różnić się w podejściu do szczegółowych aspektów corporate governance, to jak się wydaje, łączy je przekonanie, że właściwie zarządzana spółka jest bardziej stabilna i przewidywalna, co bezpośrednio przekłada się na jej wartość rynkową. Inwestorzy Indywidualni skupiali się głównie na transparentności finansowej, wypłacie dywidendy i buy-backu akcji. Inwestorzy Profesjonalni większą wagę przywiązywali do struktury nadzoru oraz istnienia komitetów audytu i ryzyka. Dyrektorzy Finansowi koncentrowali się z kolei na wewnętrznych mechanizmach kontroli, natomiast mniejsze znaczenie przypisywali komunikacji z rynkiem.

Podkreślenia wymaga też fakt, że chociaż corporate governance ma w ocenie ankietowanych duże znaczenie dla wartości spółki, nie wszystkie jego elementy są jednakowo istotne dla inwestorów. Wśród najmniej cenionych aspektów znalazła się polityka różnorodności w organach zarządczych i nadzorczych. Wielu ankietowanych uznaje, że czynniki takie jak równość płci czy struktura demograficzna władz spółki nie wpływają bezpośrednio na wyniki finansowe i długoterminową stabilność przedsiębiorstwa. Podobne opinie dotyczą polityki wynagrodzeń opartej na zasadach równości – choć dla części respondentów jest to ważne zagadnienie, dla wielu pozostaje drugorzędne wobec efektywności zarządzania i wyników finansowych.

Niewielkie znaczenie w ocenie wartości spółki przypisywane jest także tożsamości audytora. Dla większości inwestorów kluczowa jest transparentność raportów finansowych, a nie renoma firmy przeprowadzającej audyt. Podzielone opinie budzą również wewnętrzne mechanizmy kontroli i zarządzania ryzykiem. Podczas gdy inwestorzy profesjonalni często dostrzegają ich znaczenie, inwestorzy indywidualni bardziej koncentrują się na bieżącej kondycji spółki i jej komunikacji z rynkiem.

## 5.2. Wpływ czynników corporate governance na decyzje lub rekomendacje inwestycyjne

Przeprowadzone badanie wykazało dużą spójność czynników wpływających zdaniem respondentów wpływających na wartość z czynnikami wpływającymi na ich decyzje czy rekomendacje inwestycyjne i finansowe. Czynniki z zakresu corporate governance uznawane za mające wpływ na wartość, są uwzględniane przy podejmowaniu przez respondentów decyzji inwestycyjnych lub wydawanie rekomendacji inwestycyjnych. Mają oni więc możliwości dostępu do odpowiednich informacji i ich wykorzystania. Respondenci z wszystkich grup ankietowanych wskazywali na



istotne znaczenie wytypowanych czynników w tym zakresie, a przeważająca większość czynników była przez nich oceniana jako co najmniej „istotna”.

Analiza wyników wskazuje, że kluczowe czynniki corporate governance, które dla wszystkich grup ankietowanych mają największy wpływ na podejmowanie decyzji inwestycyjnych bądź wydawanie rekomendacji inwestycyjnych to:

- **Przejrzystość struktury i działalności spółki – uznawana za jeden z najważniejszych czynników przez wszystkie grupy respondentów.**
- **Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami o postępach w jej realizacji**
- **Sprawną komunikacją z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów**
- **Wyształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki**
- **Uzależnienie wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki**
- **Polityka dywidend i sposób zagospodarowania zysków**

Badanie wykazało również, że nie wszystkie elementy corporate governance są brane pod uwagę przez respondentów. W szczególności dotyczy to:

- **Wdrożenie polityki różnorodności w zarządzie spółki**
- **Równość płac i polityka wynagrodzeń, tożsamość i renoma audytora**
- **Udział w walnym zgromadzeniu poprzez komunikację zdalną**
- **Możliwość prawnego ograniczenia inwestycji w spółki niespełniające standardów corporate governance**

**5.3. Kwestia wprowadzenia prawnych ograniczeń** dotyczących możliwości inwestowania w spółki niespełniające określonych standardów corporate governance wzbudziła wśród respondentów relatywnie podzielone opinie. Podczas gdy niektóre grupy respondentów dostrzegają w takich regulacjach sposób na poprawę jakości zarządzania i ochronę interesów akcjonariuszy, większa ich część obawia się nadmiernej ingerencji w swobodę inwestycyjną oraz wpływu takich restrykcji na funkcjonowanie rynku kapitałowego.

Co ciekawe grupą respondentów, która w największej mierze opowiadała się za ogólnym ograniczeniem możliwości inwestowania byli dyrektorzy i menedżerowie finansowi. Być może wynika to z faktu, że ta grupa ocenia corporate governance z perspektywy wewnętrznego funkcjonowania spółek, w efekcie czego może dostrzegać ona istotny potencjał dla tego obszaru dla długoterminowej wartości przedsiębiorstw. Jednocześnie wciąż zdecydowana większość respondentów z tej grupy wskazała, że regulacje nie powinny mieć charakteru restrykcyjnego.

Wśród inwestorów indywidualnych dominowało przekonanie, że decyzje o inwestowaniu powinny pozostawać w rękach samych inwestorów i nie powinny być ogólnie ograniczane przez regulacje. Jednocześnie spora część respondentów w tej grupie dostrzegała korzyści wynikające z potencjalnych restrykcji..

Inwestorzy profesjonalni wykazywali najmniej zróżnicowane podejście. Ta grupa częściej podkreślała znaczenie wolności wyboru oraz możliwość samodzielnej oceny ryzyka związanego z inwestycjami. Udzielone w tej grupie odpowiedzi mogą wskazywać na obawy, że ich zdaniem prawne ograniczenia mogłyby prowadzić do zmniejszenia dostępności atrakcyjnych inwestycji oraz nadmiernej regulacji rynku.



#### 5.4. Podsumowanie opinii na temat poziomu wiedzy i kwalifikacji do oceny corporate governance

Ocena stopnia spełniania przez spółki kryteriów corporate governance wymaga zarówno znajomości standardów zarządczych, umiejętności analizy struktury organizacyjnej oraz sprawozdań finansowych, jak również dostępu do odpowiednich danych, które nie wynikają wprost z dokumentów, będących przedmiotem obowiązków informacyjnych. Wśród poszczególnych respondentów występowały istotne różnice w samoocenie ich wiedzy i kompetencji w tym zakresie, które mogą wynikać z różnych okoliczności.

Inwestorzy indywidualni najczęściej przyznawali, że ich wiedza na temat corporate governance jest ograniczona i niewystarczająca do przeprowadzania samodzielnych, pogłębionych analiz w tym zakresie. Być może jest to wynik braku dostępu do danych, bądź specjalistycznych narzędzi analitycznych oraz trudności w interpretacji bardziej skomplikowanych aspektów zarządzania spółkami. Negatywna samoocena wiedzy niemalże połowy respondentów wskazujące na potrzebę działań edukacyjnych w zakresie corporate governance i finansów, a także ułatwionego dostępu do danych.

Prawie wszyscy inwestorzy profesjonalni ocenili swoją wiedzę i kwalifikacje w tym zakresie jako wystarczające. Dzięki doświadczeniu zawodowemu oraz dostępowi do zaawansowanych narzędzi analitycznych mogą w sposób systematyczny uwzględniać czynniki corporate governance w swoich decyzjach inwestycyjnych. Niemniej jednak, nawet w tej grupie respondentów pojawiały się pojedyncze odpowiedzi sugerujące konieczność podniesienia wiedzy w tym zakresie bądź większego dostępu do danych z zakresu corporate governance. Jednocześnie należy podkreślić także, że wszyscy analitycy oraz zarządzający aktywami wypełniający ankietę uznali, że posiadają wystarczającą wiedzę w tym zakresie.

Dyrektorzy i menedżerowie finansowi, jako osoby bezpośrednio zaangażowane w zarządzanie przedsiębiorstwami, w bardzo wysokim stopniu wykazywali pewność co do swojej wiedzy i kompetencji koniecznej do oceny e corporate governance. Odnośnie spółek w których pracują wynika to z bycia wewnątrz spółki i dostępu do dużo większego zakresu informacji je dotyczącej. Co ciekawe grupa ta nie zwracała uwagi na braki, które mogły dotyczyć oceny innych spółek, chociażby dostawców przy ocenie łańcucha dostaw. Należy jednak zauważyć, że ich perspektywa jest często ograniczona do konkretnej spółki lub branży.

Odpowiedzi udzielone przez wszystkie grupy respondentów pokazują, że corporate governance ma istotną rolę w zarządzaniu spółkami, podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i finansowych. Nie jest jednak obszarem jednolitym, a stosunek do jego różnych aspektów jest zróżnicowany w zależności od poglądów, wiedzy i doświadczenia osoby podejmującej decyzje. Poszczególne aspekty corporate governance wchodziły do tego obszaru stopniowo i w następstwie różnych wydarzeń. Stopień zbadania ich wpływu na wyniki finansowe spółki, czy kurs akcji, jest różny, a sama analiza tego wpływu, jeśli tylko nie opiera się na samej korelacji, jest skomplikowana. Kolejna kwestia to sprawa edukacji, rozwoju i upowszechniania wiedzy w tym zakresie. tak, aby różne grupy inwestorów mogły efektywnie uwzględniać ten obszar w swoich decyzjach.

***Niniejsze badanie, obrazuje pewne trendy i mechanizmy z zakresu corporate governance, choć nie jest ono reprezentatywne. Pokazuje jednak potrzebę zarówno pogłębienia obszaru badawczego, jak rozszerzenia grupy respondentów.***



## 6. ZAŁĄCZNIKI





## 6. Wzór ankiety dla poszczególnych grup respondentów

### ANKIETA CORPORATE GOVERNANCE CFA SOCIETY POLAND

#### Grupa docelowa:

Inwestorzy indywidualni, inwestorzy profesjonalni (część ogólna), dyrektorzy i menedżerowie finansowi (część ogólna)

#### Pytania:

1) Jakie poniższe czynniki mają Twoim zdaniem wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy?

*(5 – czynnik absolutnie kluczowy; 4 - bardzo istotny; 3 - istotny; 2 - stosunkowo niewielki; 1 – mało istotny; 0 – pomijalny lub ujemny);*

- a) Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów
- b) Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji
- c) Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw
- d) Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki
- e) Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie
- f) Obecność faktycznie niezależnych członków w radzie nadzorczej
- g) Istnienie komitetów audytu, ryzyka i kontroli wewnętrznej w Radzie Nadzorczej oraz ich funkcjonowanie
- h) Istnienie wyodrębnionych komórek kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, nadzoru zgodności z prawem, audytu wewnętrznego w strukturach spółki oraz ich funkcjonowanie
- i) Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość
- j) W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym - wypłata dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje, wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy
- k) Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktów interesów
- l) Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy
- m) Wdrożenie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn oraz jej przestrzeganie
- n) Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki
- o) Wypłacanie członkom zarządu wynagrodzenia stałego oraz zmiennego, którego wysokość byłaby uzależniona od osiągnięcia przez spółkę mierzalnych celów
- p) Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki
- q) Ilość i przejrzystość dokonywanych transakcji z podmiotami powiązanymi ze spółką lub akcjonariuszami (nie konsolidowanymi)
- r) Przejrzystość struktury i biznesu spółki

Jeśli uważasz, że istnieje istotny czynnik z zakresu Corporate Governance, który wpływa na wartość spółki dla akcjonariuszy i nie został wymieniony powyżej, wpisz go w rubryce X, Y i umieść właściwą wagę.

x) \_\_\_\_\_

y) \_\_\_\_\_



**2)** W jakim stopniu bierzesz pod uwagę poniższe czynniki podejmując decyzje inwestycyjne/finansowe lub wydając rekomendacje inwestycyjne? (pytanie nie dotyczyło grupy Dyrektorów i menedżerów finansowych)

*(5 – czynnik absolutnie kluczowy; 4 - bardzo istotny; 3 - istotny; 2 - stosunkowo niewielki;*

*1 – mało istotny; 0 – pomijalny lub ujemny)*

- a) Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów
- b) Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji
- c) Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw
- d) Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki
- e) Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie
- f) Obecność faktycznie niezależnych członków w radzie nadzorczej
- g) Istnienie komitetów audytu, ryzyka i kontroli wewnętrznej w Radzie Nadzorczej oraz ich funkcjonowanie
- h) Istnienie wyodrębnionych komórek kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, nadzoru zgodności z prawem, audytu wewnętrznego w strukturach spółki oraz ich funkcjonowanie
- i) Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość
- j) W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym - wypłata dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje, wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy
- k) Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktów interesów
- l) Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy
- m) Wdrożenie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn oraz jej przestrzeganie
- n) Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki
- o) Wypłacanie członkom zarządu wynagrodzenia stałego oraz zmiennego, którego wysokość byłaby uzależniona od osiągnięcia przez spółkę mierzalnych celów
- p) Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki
- q) Ilość i przejrzystość dokonywanych transakcji z podmiotami powiązanymi ze spółką lub akcjonariuszami (nie konsolidowanymi)
- r) Przejrzystość struktury i biznesu spółki

Jeśli podejmując decyzje inwestycyjne/finansowe lub wydając rekomendacje inwestycyjne bierzesz pod uwagę czynnik z zakresu Corporate Governance, który nie został wymieniony powyżej, wpisz go w rubryce X, Y i nadaj właściwą wagę.

x) \_\_\_\_\_

y) \_\_\_\_\_

**3)** Jak oceniasz wpływ czynników dotyczących Corporate Governance wymienionych powyżej w stosunku do czynników finansowych takich jak projektowane przyszłe przepływy finansowe spółki i stopa dyskonta?

*(5 – jest absolutnie kluczowy; 4 - bardzo istotny; 3 - istotny; 2- stosunkowo niewielki; 1 –*

*mało istotny; 0 – pomijalny lub ujemny)*



4) Czy Twoim zdaniem możliwość inwestowania w spółki powinna być w jakichkolwiek sposób prawnie ograniczona w zależności od spełniania przez nie kryteriów Corporate Governance?

5) Czy uważasz, że posiadasz odpowiednie kwalifikację/wiedzę do oceny stopnia spełniania przez spółki kryteriów Corporate Governance?

#### Grupa docelowa:

Dyrektorzy i menedżerowie finansowi

#### CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

1) Jeśli w Państwa spółkach wprowadzono poniższe standardy Corporate Governance to jak wpłynęły one na wyniki spółki?

*(5 - istotnie pozytywnie; 4 – pozytywnie; 3 – nie wpłynęły; 2 – negatywnie; 1 - silnie negatywnie; 0 – nie zostały wprowadzone):*

- a) Systematyczna komunikacja z rynkiem kapitałowym
- b) Informowanie inwestorów o strategii wraz z informacjami na temat spełniania mierzalnych celów
- c) Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw
- d) Polityka różnorodności we władzach spółki
- e) Obecność niezależnych członków w radzie nadzorczej
- f) Istnienie komitetów audytu, ryzyka, kontroli wewnętrznej w Radzie Nadzorczej
- g) Istnienie wyodrębnionych komórek kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem nadzoru zgodności z prawem, audytu wewnętrznego w strukturach spółki
- h) Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość.
- i) Wypłata dywidendy przez spółkę w przypadku osiągnięcia zysku
- j) Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktów interesów
- k) Posiadanie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn
- l) Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki
- m) Udział stałego i zmiennego wynagrodzenia członków zarządu

Jeśli w Państwa spółkach wprowadzono inne standardy Corporate Governance, które nie zostały wymienione powyżej, prosimy o wpisanie ich w rubryce X, Y wraz z nadaniem właściwej wagi.

x) \_\_\_\_\_

y) \_\_\_\_\_



2) Co Państwa zdaniem było dla Państwa spółki motywacją do uwzględniania czynników Corporate Governance w zarządzaniu spółką?

*(można zaznaczyć więcej niż jedną odpowiedź)*

- a) Wpływ czynników Corporate Governance na wartość spółki i notowania giełdowe
- b) Oczekiwania akcjonariuszy/interesariuszy
- c) Regulacje lub Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW/NewConnect
- d) Kwestie marketingowe
- e) Inne: \_\_\_\_\_

3) Czy Państwa spółka ocenia swój łańcuch dostaw w kontekście Corporate Governance?

**TAK/NIE**

Jeśli tak, to w jakim stopniu brane są pod uwagę poniższe czynniki:

**(5 - czynnik absolutnie kluczowy; 4 - bardzo istotny; 3 - istotny; 2 - stosunkowo niewielki;**

**1 - mało istotny; 0 - pomijalny lub ujemny)**

- a) Sprawna komunikacja z uczestnikami rynku oraz jakość przekazywanych materiałów
- b) Publikowanie strategii biznesowej wraz z informacjami na temat postępów w jej realizacji
- c) Organizacja okresowych spotkań dla inwestorów na temat sytuacji spółki, wyników i perspektyw
- d) Wykształcenie, specjalistyczna wiedza oraz doświadczenie zawodowe członków władz spółki
- e) Wdrożenie polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej przestrzeganie
- f) Obecność faktycznie niezależnych członków w radzie nadzorczej
- g) Istnienie komitetów audytu, ryzyka i kontroli wewnętrznej w Radzie Nadzorczej oraz ich funkcjonowanie
- h) Istnienie wyodrębnionych komórek kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, nadzoru zgodności z prawem, audytu wewnętrznego w strukturach spółki oraz ich funkcjonowanie
- i) Udział w walnym zgromadzeniu przy użyciu środków komunikowania się na odległość
- j) W przypadku wypracowania przez spółkę zysku w danym roku obrotowym - wypłata dywidendy lub zakomunikowanie o przekazaniu zysku na inwestycje, wraz ze wskazaniem wynikających z tego korzyści dla akcjonariuszy
- k) Sposób ujawniania i zarządzania przez członków władz konfliktów interesów
- l) Dokonywanie buy-backu (skupu akcji własnych) w sposób równo traktujący wszystkich akcjonariuszy
- m) Wdrożenie polityki wynagrodzeń zawierającej zasady braku dyskryminacji i równości płac m.in. kobiet i mężczyzn oraz jej przestrzeganie
- n) Uzależnienie poziomu wynagrodzenia zarządu od długoterminowych wyników spółki
- o) Wypłacanie członkom zarządu wynagrodzenia stałego oraz zmiennego, którego wysokość byłaby uzależniona od osiągnięcia przez spółkę mierzalnych celów
- p) Tożsamość i rozpoznawalność audytora spółki
- q) Ilość i przejrzystość dokonywanych transakcji z podmiotami powiązanymi ze spółką lub akcjonariuszami (nie konsolidowanymi)
- r) Przejrzystość struktury i biznesu spółki



Jeśli podejmując decyzje inwestycyjne/finansowe lub wydając rekomendacje inwestycyjne biorą Państwo pod uwagę czynnik z zakresu Corporate Governance, który nie został wymieniony powyżej, prosimy o wpisanie go w rubryce X, Y i nadanie właściwej wagi.

z) \_\_\_\_\_

aa) \_\_\_\_\_

**4)** Czy uważacie Państwo, że posiadacie realną możliwość oceny Corporate Governance w łańcuchu dostaw?

#### **Grupa docelowa:**

Inwestorzy profesjonalni

#### **CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA (analitycy sell-side)**

**1)** W jaki sposób dokonana ocena czynników Corporate Governance wpływa na Twoje rekomendacje inwestycyjne dotyczące danej spółki?

*(można zaznaczyć więcej niż jedną odpowiedź)*

- a) Poprzez wpływ na wymaganą stopę zwrotu (stopa dyskonta) i wycenę spółki
- b) Poprzez wpływ na prognozowane przychody
- c) Wskazanie czynników ryzyka wynikających z Corporate Governance
- d) Nie uwzględniam oceny Corporate Governance w rekomendacji inwestycyjnej
- e) W inny sposób: \_\_\_\_\_

**2)** Czy w Twojej firmie obowiązuje polityka dotycząca uwzględniania czynników Corporate Governance przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych?

**TAK/NIE**

Jeśli Tak, to:

**3)** W jakim stopniu kierujesz się tą polityką przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych?

*(5 – jest absolutnie kluczowa; 4 – bardzo istotnym; 3 – istotnym; 2 – stosunkowo niewielkim; 1 – mało istotnym; 0 – pomijalnym lub ujemnym)*

**4)** W jakim stopniu zmieniłby się Twój sposób wydawania rekomendacji inwestycyjnych, gdyby ta polityka przestała obowiązywać?

*(5 – absolutnie kluczowym; 4 – bardzo istotnym; 3 – istotnym; 2 – stosunkowo niewielkim; 1 – mało istotnym; 0 – pomijalnym lub ujemnym)*



## CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA (zarządzający i analitycy buy-side)

1) W jaki sposób dokonana ocena czynników Corporate Governance wpływa na Twoje decyzje inwestycyjne/wyceny?

*(można zaznaczyć więcej niż jedną odpowiedź)*

- a) Poprzez wpływ na wymaganą stopę zwrotu (stopa dyskonta) i wycenę spółki
- b) Porzez wpływ na prognozowane przychody
- c) Ranking wewnętrzny spółek pod względem czynników Corporate Governance i wykluczenie z inwestycji spółki o najniższym ratingu
- d) Wykorzystanie rankingów zewnętrznych w wycenie lub w wykluczeniu spółki z dopuszczalnych inwestycji
- e) Nie uwzględniam oceny czynników Corporate Governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych
- f) W inny sposób: \_\_\_\_\_

2) Czy w Twojej firmie obowiązuje polityka dotycząca uwzględniania czynników Corporate Governance przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

**TAK/NIE**

Jeśli Tak, to:

3) W jakim stopniu kierujesz się tą polityką przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

*(5 – jest absolutnie kluczowa; 4 - bardzo istotnym; 3 - istotnym; 2- stosunkowo niewielkim; 1 – mało istotnym; 0 – pomijalnym lub ujemnym)*

4) W jakim stopniu zmieniłby się Twój sposób zarządzania, gdyby ta polityka przestała obowiązywać?

*(5 – absolutnie kluczowym; 4 - bardzo istotnym; 3 - istotnym; 2- stosunkowo niewielkim; 1 – mało istotnym; 0 – pomijalnym lub ujemnym)*