

JOANNA DMITRUK

## RELACJE INWESTORSKIE SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE W OCENIE INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

### Wprowadzenie

Giełda to miejsce zetknięcia się sił popytu i podaży na papiery wartościowe. Jest to także miejsce, gdzie stykają się siły popytu i podaży na informacje o spółkach, których papiery wartościowe są przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży. Informacje te są niezbędne do ograniczenia ryzyka inwestycyjnego, jakie ponoszą uczestnicy rynku kapitałowego<sup>1</sup>.

Informacja, będąca atomem każdego procesu komunikacji, jest obecnie najcenniejszą wartością na rynku kapitałowym, a współczesny rynek finansowy nie mógłby spełniać swoich funkcji bez odpowiedniej komunikacji pomiędzy podmiotami. Dwustronny proces komunikacji pomiędzy spółkami giełdowymi, a interesariuszami jest obszarem działania relacji inwestorskich (IR).

Relacje inwestorskie to zagadnienie o interdyscyplinarnym charakterze, łączące w swych teoretycznych podstawach wiedzę z zakresu finansów, prawa, komunikacji i marketingu<sup>2</sup>. Istotą omawianego pojęcia jest komunikowanie się spółki notowanej na giełdzie lub zmierzającej do tego, z jej akcjonariuszami i potencjalnymi inwestorami oraz inwestorskim środowiskiem opiniotwórczym (analitykami i mediami). Podstawowe cele i jednocześnie pożądane efekty tej działalności to redukcja kosztu pozyskania kapitału, wyższa płynność akcji i wycena spółki oraz zwiększenie poziomu zaufania i reputacji przedsiębiorstwa<sup>3</sup>.

Wyczerpujące i niezwłoczne informowanie inwestorów o sytuacji emitentów papierów wartościowych jest obecnie fundamentem wszystkich cywilizowanych regulacji rynków kapitałowych. Jednak w relacjach inwestorskich – zwłaszcza tych prowadzonych w czasach kryzysu – należy wyjść poza przekazywanie informacji wymaganych przez przepisy prawa.

Kryzys spowodował, że giełda, postrzegana dotąd jako racjonalny, oparty na ekonomicznych zasadach system, stał się żywiołem kierowanym przez emocje lub plotki. Wpływ

---

<sup>1</sup> M. Andrzejewski: *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 198.

<sup>2</sup> *National Institute of Investor Relations*, [www.niri.com](http://www.niri.com).

<sup>3</sup> D.A. Niedziółka: *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 4.

na taki stan rzeczy mogą mieć jedynie fundamenty spółek i oficjalne, rzetelne informacje przekazywane uczestnikom rynku kapitałowego, będące podstawą relacji inwestorskich.

W niniejszym artykule przedstawiono wyniki badań własnych, dotyczących relacji inwestorskich prowadzonych w 2011 roku w spółkach notowanych na polskim rynku giełdowym w ocenie inwestorów instytucjonalnych.

## **Zagadnienia metodologiczne**

### **Metody i organizacja badań**

W artykule przedstawiono wyniki badań przeprowadzonych metodą sondażu diagnostycznego z wykorzystaniem techniki ankiety w grudniu 2011 roku. Badaniami na temat relacji inwestorskich prowadzonych przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie objęto inwestorów instytucjonalnych, reprezentujących domy maklerskie i banki prowadzące biura maklerskie, posiadające siedziby na terenie Polski.

Odpowiedzi na pytania zawarte w kwestionariuszu ankiety udzieliło 53 respondentów. Pytania dotyczyły takich obszarów związanych z relacjami inwestorskimi, jak:

- rodzaj, źródła i kanały dystrybucji informacji niezbędnych do podejmowania decyzji inwestycyjnych,
- dostosowanie informacji do potrzeb odbiorców relacji inwestorskich,
- znaczenie relacji inwestorskich w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i funkcjonowaniu spółek na rynku giełdowym,
- ocena jakości relacji inwestorskich spółek notowanych na GPW w Warszawie.

Badania były cennym źródłem wiedzy o stanie relacji inwestorskich oraz oczekiwaniach respondentów w zakresie IR spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

### **Charakterystyka badanej populacji**

Charakterystyka populacji badawczej została opracowana na podstawie informacji zawartych w metryczce kwestionariusza ankiety. Szczegółowe dane na temat społeczno-demograficznej charakterystyki respondentów zaprezentowano w tabeli 1.

Z tabeli 1 wynika, że zdecydowaną większość badanych stanowili mężczyźni (75%). Najliczniej reprezentowaną grupą byli respondenci w wieku 26–39 lat (80%). Ponad połowa badanych posiadała wykształcenie finansowe, a nieco mniej niż 50% – ekonomiczne. Ankietowani deklarowali ponadto ukończenie kilku kierunków studiów. Z badań wynika także, że ponad 2/3 badanej populacji wykonywało zawód analityka. Niemal 1/3 respondentów charakteryzowała się 3–5-letnim doświadczeniem zawodowym, a 21% posiadała doświadczenie 6–10-letnie w wykonywanym zawodzie, co niewątpliwie miało związek z deklarowanym przez badanych wiekiem.

Tabela 1

## Społeczno-demograficzna charakterystyka badanej populacji

Metryka respondentów	Wyszczególnienie	Liczba	%
Płeć	kobieta	13	25
	mężczyzna	40	75
Wiek	do 25 lat	12	22
	26–29 lat	19	36
	30–39 lat	18	34
	40–49 lat	3	6
	powyżej 50 lat	1	2
Wykształcenie (dziedzina nauki)	finanse	28	53
	ekonomia	24	45
	informatyka	1	2
	zarządzanie	9	17
	statystyka	4	7
	fizyka	1	2
	analiza techniczna	1	2
Wykonywany zawód	analityk	35	66
	makler giełdowy	6	11
	inwestor	9	17
	pracownik naukowy	1	2
	student	2	4
Doświadczenie zawodowe	poniżej 1 roku	7	13
	1–2 lata	9	17
	3–5 lat	17	32
	6–10 lat	11	21
	powyżej 10 lat	9	17

Źródło: opracowanie własne.

### Relacje inwestorskie spółek giełdowych w 2011 roku w ocenie inwestorów instytucjonalnych

Na współcześnie funkcjonującym rynku kapitałowym istnieje wiele dostępnych narzędzi, form komunikacji i kanałów dystrybucji informacji, które mogą być niezmiernie użyteczne w prowadzeniu efektywnych relacji inwestorskich. Mimo wielu możliwości oraz nowoczesnych technologii, najważniejsze jednak wydaje się być dostosowanie informacji do potrzeb odbiorców i przekazywanie ich za pośrednictwem adekwatnych kanałów.

### Rodzaj, źródła i kanały dystrybucji informacji niezbędnych do podejmowania decyzji inwestycyjnych

Z badań wynika, że 94% inwestorów instytucjonalnych oczekiwało zarówno obligatoryjnych, jak i dodatkowych informacji udostępnianych przez spółki publiczne. Oznacza to, że spółki, oprócz wypełniania obowiązków informacyjnych, powinny dostarczać na rynek bardziej rozbudowany zasób informacji zawierający komentarze, trendy, charakterystykę branży, czy prognozy finansowe. Wyniki te potwierdzone zostały deklaracjami respondentów na temat konkretnych grup informacji, które wykorzystywali lub chcieliby wykorzystywać podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ponad 83% badanych uznała trendy i prognozy finansowe jako informacje niezbędne w procesie decyzyjnym. Równie ważne były także informacje o otoczeniu rynkowym, komentarze do informacji finansowych i rekomendacje.

Respondenci ocenili także (w skali od 1 do 5) konkretne typy informacji udostępniane przez spółki giełdowe. Uśrednione oceny tychże informacji przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

#### Ocena informacji udostępnianych przez spółki

Typ informacji	Średnia ocena
Trendy i prognozy finansowe	2,42
Informacje o otoczeniu rynkowym	2,47
Strategia i wizja spółki	2,54
Komentarze do informacji finansowych	3,02
Bieżące i historyczne dane rynkowe	3,57
Informacje finansowe	3,81

Źródło: opracowanie własne.

Z tabeli 2 wynika, że badani najwyżej ocenili informacje finansowe zawarte w sprawozdaniach i raportach spółek publicznych. Zdecydowanie negatywne oceny dotyczyły trendów i prognoz finansowych oraz informacji o otoczeniu rynkowym. Wyniki te świadczą o zainteresowaniu inwestorów instytucjonalnych szerszym zakresem informacji dotyczących funkcjonowania przedsiębiorstw, zwłaszcza tych, które notowane są na rynku giełdowym.

Z badań wynika także, że inwestorzy instytucjonalni najwyżej ocenili własne analizy i badania wśród dostępnych źródeł informacji. Równie wysoko punktowane były raporty i sprawozdania finansowe oraz indywidualne spotkania z przedstawicielami spółek. Najmniej cennym źródłem informacji o spółkach giełdowych okazały się media, a wśród nich radio i telewizja. Badani wyrazili także brak zaufania do forów dyskusyjnych prowadzonych na portalach internetowych. Szczegółowe dane na ten temat przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

## Ocena źródeł informacji o spółkach giełdowych

Typ informacji	Średnia ocena
Radio	1,53
Fora dyskusyjne	1,57
Telewizja	1,98
Instytuty i stowarzyszenia relacji inwestorskich	2,21
Analizy i rekomendacje firm zewnętrznych	3,21
Prasa specjalistyczna	3,24
Prasa codzienna	3,38
Indywidualne spotkania z przedstawicielami	4,23
Raporty i sprawozdania finansowe	4,32
Własne analizy i badania	4,53

Źródło: opracowanie własne.

Respondenci udzielili także odpowiedzi na pytanie o najskuteczniejsze kanały dystrybucji informacji o spółkach giełdowych. Z badań wynika, że najbardziej skuteczne były indywidualne spotkania z przedstawicielami (79%) oraz serwisy internetowe omawianych przedsiębiorstw (2/3 badanych). Najniższą skuteczność zdaniem badanych miały: newsletter oraz konferencje prasowe.

### Dostosowanie informacji do potrzeb inwestorów instytucjonalnych

Inwestorzy instytucjonalni, jako szczególna grupa odbiorców relacji inwestorskich, wymagają od spółek informacji aktualnych i spełniających kryteria dostępności oraz wiarygodności. Sformułowane przez nich opinie, rekomendacje, czy prognozy mogą mieć decydujące znaczenie dla inwestorów indywidualnych oraz dziennikarzy branżowych.

Z przeprowadzonego badania wynika, że 2/3 inwestorów instytucjonalnych wysoko oceniła łatwość dostępu do informacji o spółkach giełdowych. Jedynie 8% z nich uznało, że istniały trudności w tym zakresie.

Mniej optymistyczne oceny dotyczyły dostosowania zakresu informacji o spółkach giełdowych do potrzeb odbiorców relacji inwestorskich. Respondenci ocenili dostatecznie (42%) spółki w tym zakresie. Jedynie 3 inwestorów instytucjonalnych było w pełni usatysfakcjonowanych z dostosowania zakresu informacji do ich potrzeb.

Dwustronna i aktywna komunikacja pomiędzy nadawcami i odbiorcami informacji z zakresu relacji inwestorskich powinna być podstawą współcześnie funkcjonującego rynku kapitałowego. Ponad 2/3 badanych twierdziła, że otrzymuje informacje od spółek odpowiednio często, co wskazuje na pozytywną tendencję w tej kwestii.

Inwestorów instytucjonalnych poproszono również o ocenę zrozumiałości i wiarygodności informacji otrzymywanych od spółek giełdowych. Wyniki badania świadczą

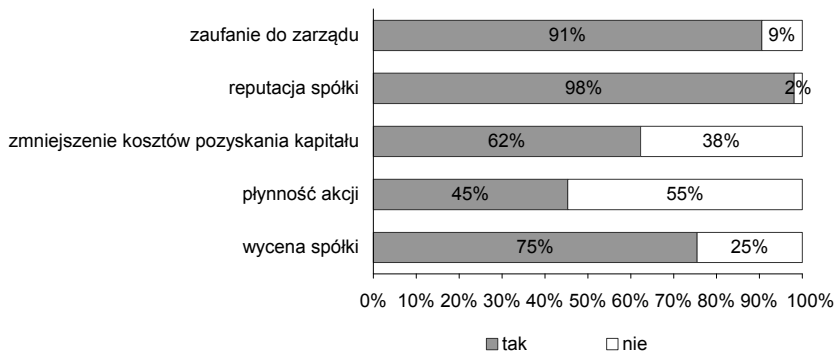
o tym, że respondenci nie poddawali w wątpliwość wiarygodności informacji udostępnianych przez spółki oraz je rozumieli. Jedynie 15% badanych uważała, że informacje te były niewiarygodne, a dla zaledwie 6% z nich informacje te nie były zrozumiałe.

Niezwykle popularnym zagadnieniem na współczesnym rynku kapitałowym w ostatnich latach była społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw (CSR). W związku z tym powstało wiele inicjatyw akcentujących konieczność wprowadzenia tych zasad jako standardu funkcjonowania spółek giełdowych. Aby uzyskać informacje o tym, czy idea CSR ma znaczenie dla inwestorów instytucjonalnych, sformułowano pytanie dotyczące potrzeby sporządzania odrębnych raportów społecznej odpowiedzialności przez spółki notowane na polskim rynku giełdowym. Z badań wynika jednoznacznie, że ponad 2/3 badanych negatywnie odniosła się do tego pomysłu.

### Znaczenie relacji inwestorskich i ich wpływ na podejmowanie decyzji inwestycyjnych

Z punktu widzenia rozważań teoretycznych oraz praktycznych, poszukiwano odpowiedzi na pytanie o znaczenie relacji inwestorskich w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Z badań wynika, że aż 70% inwestorów instytucjonalnych brało pod uwagę jakość IR danej spółki podczas procesu decyzyjnego.

Ankietowani ocenili także wpływ relacji inwestorskich na funkcjonowanie spółki giełdowej w określonych obszarach, co przedstawiono na rysunku 1.



Rysunek 1. Wpływ relacji inwestorskich na wybrane obszary funkcjonowania spółek giełdowych  
Źródło: opracowanie własne.

Z rysunku 1 wynika, że niemal jednoznacznie inwestorzy instytucjonalni ocenili wpływ relacji inwestorskich na reputację (98%) oraz zaufanie do zarządu spółki (91%). Przeważająca część badanych (75%) uznała, że istnieje związek między jakością IR a rzetelną wyceną spółki na rynku kapitałowym oraz zmniejszeniem kosztów pozyskiwania kapitału (62%). Najwięcej kontrowersji wśród respondentów budziła płynność akcji spółek,

gdyż ponad połowa z nich uznała, że relacje inwestorskie nie mają wpływu na ten aspekt działalności spółek giełdowych.

Respondenci uznali, że relacje inwestorskie miały wpływ na rzetelną wycenę wartości spółek giełdowych. Kolejne pytanie dotyczyło zatem gotowości do zapłacenia premii za akcje przedsiębiorstwa o wysokiej jakości IR. Ponad 2/3 inwestorów instytucjonalnych gotowych było do zapłacenia premii za akcje spółek o wysokiej jakości relacji inwestorskich. Spośród nich najwięcej deklaroowało premię w wysokości 5–15% oraz do 5%. Świadczy to niewątpliwie o pozytywnym wpływie jakości IR na wycenę przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku giełdowym.

### Ocena relacji inwestorskich spółek giełdowych

Niezwykle ważnym elementem przeprowadzonego badania było dokonanie szczegółowej oceny relacji inwestorskich prowadzonych przez polskie spółki giełdowe, ze wskazaniem konkretnych przedsiębiorstw o najwyższych i najniższych standardach komunikacji

Tabela 4

Spółki o najwyższej i najniższej jakości relacji inwestorskich  
w ocenie inwestorów instytucjonalnych

Lp.	Spółki o najwyższej jakości relacji inwestorskich	Liczba wskazań	Lp.	Spółki o najniższej jakości relacji inwestorskich	Liczba wskazań
1	Bre Bank	9	1	Cersanit	6
2	KGHM	6	2	JW Construction	4
3	PKN Orlen	6	3	Bioton	4
4	Asseco Poland	5	4	Petrolinvest	4
5	Netia	5	5	Synthos	3
6	Cyfrowy Polsat	4	6	Duda	2
7	Agora	4	7	CEDC	2
8	Bank Pekao	4	8	Comarch	2
9	Grupa Kęty	4	9	Getin	2
10	LW Bogdanka	3	10	Barlinek	2
11	LPP	3	11	TVN	2
12	PBG	3	12	Enea	2
13	TVN	3	13	FON	2
14	Millennium	2	14	ZT Kruszwica	1
15	Ng2	2	15	Action	1
16	ING BSK	2	16	Empik	1
17	Sygnity	2	17	City Interactive	1
18	Eurocash	2	18	Rafako	1
19	CCINT	2	19	Ferrum	1
20	PZU	2	20	Advadis	1

Źródło: opracowanie własne.

z rynkiem kapitałowym. Zestawienie dwudziestu najwyżej i najniżej ocenionych spółek w zakresie IR przedstawiono w tabeli 4.

Z tabeli 4 wynika, że najwięcej pozytywnych opinii na temat prowadzonych relacji inwestorskich otrzymał BRE Bank SA. Wysoko ocenione zostały także: KGHM, PKN Orlen, Asseco Poland i Netia. Wszystkie wymienione spółki, prócz jednej (Netia), znajdowały się w cenowym indeksie WIG20 i reprezentowały rozmaite sektory gospodarcze. Negatywne opinie na temat prowadzonych relacji inwestorskich respondenci wyrazili na temat spółek: Cersanit, JW Construction, Bioton, Petrolinvest oraz Synthos. Wyróżnione spółki charakteryzowały się niestabilną sytuacją rynkową, a przede wszystkim brakiem realizacji sformułowanych prognoz finansowych i rozwojowych.

### **Podsumowanie**

Z przeprowadzonych badań wynika, że dużą słabością polskiego rynku kapitałowego w 2011 roku był niezadowalający zakres i jakość ujawniania informacji przez spółki giełdowe, które często ograniczały się do ujawniania informacji obligatoryjnych. Inwestorzy instytucjonalni oczekiwali od spółek bardziej rozbudowanego zasobu informacji, zawierającego trendy, prognozy finansowe i informacje o otoczeniu rynkowym, dzięki którym łatwiej i szybciej mogliby podejmować decyzje inwestycyjne.

Respondenci wskazali, że relacje inwestorskie wpływają na wiele obszarów funkcjonowania spółek giełdowych, w tym: rzetelną wycenę wartości, zmniejszenie kosztów pozyskania kapitału, a także reputację i zaufanie do zarządu spółek. Wątpliwości nie budziły także wiarygodność i zrozumiałość informacji udostępnianych przez spółki.

Wyniki badań jednak wskazują, że wyzwaniem dla spółek notowanych na polskim rynku giełdowym jest dostosowanie informacji do potrzeb odbiorców relacji inwestorskich oraz przekazywanie ich za pomocą adekwatnych kanałów komunikacji. Odbiorcy działań z zakresu IR tworzą heterogeniczną grupę i mają różne potrzeby, co powinno być niezwykle istotne dla osób odpowiedzialnych za relacje inwestorskie w spółkach podczas tworzenia strategii i doboru form oraz narzędzi komunikowania.

Podsumowując powyższe rozważania można sformułować wniosek, że jakość relacji inwestorskich spółek notowanych na GPW w Warszawie wymaga poprawy w wielu obszarach. Wypełnianie obowiązków informacyjnych jest jedynie podstawą komunikacji na rynku kapitałowym, a zarazem tłem dla poszukiwania nowych możliwości przekazywania informacji zainteresowanym grupom odbiorców. Skuteczne relacje inwestorskie oddziałują zarówno na pozafinansowe, jak i finansowe obszary funkcjonowania przedsiębiorstw. Zaplanowane, systematyczne i odpowiednio ukierunkowane działania w tym zakresie mogą zwiększyć szanse spółek na sukces na rynku giełdowym, a inwestorom zapewnić oczekiwany zwrot z zaangażowanego kapitału.



## Literatura

Andrzejewski M.: *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Niedziółka D.A.: *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

*National Institute of Investor Relations*, [www.niri.com](http://www.niri.com).

*mgr Joanna Dmitruk*

*Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie*

*Wydział Nauk Ekonomicznych*

*Katedra Ekonomiki Edukacji, Komunikowania i Doradztwa*

## Streszczenie

Istotą relacji inwestorskich (IR) jest komunikowanie się spółki notowanej na giełdzie lub zmierzającej do tego, z jej akcjonariuszami i potencjalnymi inwestorami oraz inwestorskim środowiskiem opiniotwórczym (analitykami i mediami). Podstawowe cele i jednocześnie pożądane efekty tej działalności to redukcja kosztu pozyskania kapitału, wyższa płynność akcji i wycena spółki oraz zwiększenie poziomu zaufania i reputacji przedsiębiorstwa. W artykule podjęto próbę oceny jakości relacji inwestorskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w 2011 roku na podstawie wyników badań przeprowadzonych wśród inwestorów instytucjonalnych.

## INSTITUTIONAL INVESTOR'S ASSESSMENT OF INVESTOR RELATIONS FOR PUBLIC COMPANIES LISTED ON WSE IN 2011

### Summary

The essence of investor relations (IR) of listed companies is to communicate with shareholders, potential investors and the investor community opinion leaders (analysts and the media). Basic objectives and desired outcomes of this activity are: reduction of the cost of capital, greater liquidity and valuation of the company and increase in the levels of trust and reputation. This article attempts to assess the quality of investor relations of companies listed on Warsaw Stock Exchange in 2011, based on the results of research conducted among institutional investors.

