

Badanie stanu relacji inwestorskich na polskim rynku giełdowym

Tomasz Nowak*

Katarzyna Wysocka**

Wstęp

Rozwinięty rynek finansowy nie byłby w stanie funkcjonować bez współczesnej globalnej gospodarki, natomiast nowoczesny rynek finansowy nie spełniałby swoich podstawowych funkcji bez prawidłowej komunikacji pomiędzy podmiotami gospodarczymi. Zorganizowanie i utrzymanie dwukierunkowej komunikacji na poziomie finansowym między spółkami a interesariuszami jest głównym obszarem działalności relacji inwestorskich w Polsce jak i na świecie (Hoffmann i in. 2016; The Stock Exchange of Thailand 2014; Dziawgo 2009, s. 222). Aby móc przeanalizować wspomniane relacje, Autorzy przeprowadzili badanie ukazujące postrzeganie relacji inwestorskich przez inwestorów indywidualnych¹. W związku z tym, przedstawione wnioski w dalszej części artykułu dotyczące znaczenia i jakości relacji inwestorskich opierają się na studiach przypadków wybranych inwestorów ze źródeł własnych.

Należy wspomnieć, iż omawiając tak szeroki obszar badawczy – relacje inwestorskie – teoria to za mało żeby w pełni poznać zachowania między pojedynczymi jednostkami. Autorzy skupili się na grupie osób doświadczonych. Głównym celem przeprowadzonego badania było określenie obecnego stanu relacji inwestorskich w Polsce na podstawie przeprowadzonego w marcu 2020 r. badania własnego oraz dostępnych źródeł wtórnych. Uwagę skoncentrowano na ocenie jakości relacji inwestorskich przez inwestorów indywidualnych, rozpoznaniu

* Tomasz Nowak – magister, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Finansów Międzynarodowych, tomasz.nowak@ue.poznan.pl.

** Katarzyna Wysocka – magister, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Instytut Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Zarządzania Międzynarodowego, katarzyna.wysocka@ue.poznan.pl.

¹ Badanie zostało przeprowadzone na grupie 160 inwestorów. Wykorzystano narzędzie ankiety elektronicznej, do której link został rozesłany mailowo w styczniu 2020 r.

obszarów największych różnic między stanem oczekiwanym a faktycznym w zakresie prowadzonych działań komunikacyjnych spółek oraz na ocenie znaczenia relacji inwestorskich podczas podejmowania przez inwestorów decyzji inwestycyjnych oraz przydatność poszczególnych narzędzi relacji inwestorskich. Na podstawie analizy wyników badania można stwierdzić, iż relacje inwestorskie w Polsce są na przeciętnym poziomie. Szczegółowe zestawienie wyników przedstawiono w dalszej części artykułu. Temat relacji inwestorskich jest bardzo aktualny natomiast rzadko rozważany przez badaczy. Autorzy zaproponowali rozwiązania, które mogłyby zostać wdrożone przez firmy, aby poprawić komunikację ze środowiskiem inwestorskim.

Istota, cele i narzędzia relacji inwestorskich

Relacje inwestorskie (IR) to dialog spółki z otoczeniem inwestycyjnym, którego zadaniem jest umożliwienie zbudowania lub wzmocnienia wiarygodności przedsiębiorstwa, pozyskanie wiernych inwestorów, a także osiągnięcie optymalnej wartości giełdowej. Może się to odbywać za pomocą wzrostu lub ustabilizowania kursu akcji.

Istotą IR jest przekazywanie wszelkich informacji finansowych, merytoryczne i obiektywne ukazanie strategii, planów, wizji rozwoju, a także możliwości jakimi dysponują spółki. Celem działań inwestorskich jest również zwiększenie wartości firmy poprzez wpływanie na świadomość spółki wśród inwestorów, a jednocześnie zwiększenie zainteresowania akcjami podmiotu oraz ich kurs na giełdzie (Hoffmann i in. 2016; Krug 2011, s. 9; Marcus 2005).

Na współczesnym rynku finansowym dostępność informacji stanowi kluczową rolę w procesie inwestowania dla każdego uczestnika. Dostęp ten unormowany jest odpowiednimi regulacjami prawnymi, które pokrywają się z wymaganiami inwestorów. Warto wspomnieć, iż spółki mogą całkowicie dowolnie przekazywać dodatkowe informacje finansowo-ekonomiczne natomiast te występujące z obowiązku prawnego, powinny być udostępniane przez firmy niezwłocznie. Zatem spółki nie muszą ograniczać się do biernego przekazywania podstawowych informacji, mogą wykorzystywać je do współpracy ze społecznością finansową a jednocześnie czerpać obustronne korzyści. Oznacza to, że relacje inwestorskie stają się niezbędnym narzędziem we współczesnej gospodarce, a także integralną i nieodłączną częścią strategii i komunikacji spółek (Hoffmann i in. 2016; Dziawgo 2011, s. 16; Hutchins 2005, s. 445; Corbin 2004; Petersen i Martin 1996).

Tematykę relacji inwestorskich zapoczątkowano w krajach anglosaskich w latach 30. XX w. Dostępna literatura wskazuje na liczne definicje tego zagadnienia. Według niektórych badaczy relacje inwestorskie opierają na najważniejszym elemencie, czyli na komunikacji między spółką giełdową a środowiskiem

inwestorskim. To właśnie dwustronna komunikacja uznana jest za czynnik priorytetowy, którego zadaniem jest przekazywanie rzetelnych i wiarygodnych informacji dotyczących działalności danego przedsiębiorstwa (Pierce 2010, s. 5; Czerwińska 2004, s. 233; Usarkiewicz 2003, s. 113). Inne definicje opierają się nie tylko na wspomnianej wcześniej komunikacji, ale także uwytatnione są najważniejsze cele oraz zalety prowadzonych działań. Zalicza się do nich wyższą wycenę akcji czy też niższy koszt pozyskania kapitału. Zatem celem jest zniwelowanie luki pomiędzy postrzeganiem firmy a jej rzeczywistą działalnością. Oznacza to, że firma powinna skupić się na podejmowaniu takich działań, które zagwarantują, że akcje spółki notowanej na giełdzie osiągną właściwą cenę rynkową (Kim i Jeon 2015; Marcus 2005; Seitel 2003, s. 504; NASDAQ 2000, s. 7; Goban-Klas 1997, s. 35). Relacje inwestorskie mogą być definiowane również jako element zarządzania strategicznego obejmujący finanse, komunikację, marketing oraz regulacje prawne związane z obrotem papierami wartościowymi, dający możliwość efektywnej, dwukierunkowej komunikacji między spółką a inwestorami, czego efektem jest rzetelna wycena papierów wartościowych przez rynek (NIRI 2020). Warto podkreślić, iż ostatnia definicja najlepiej opisuje istotę i kluczowe cechy relacji inwestorskich.

Podstawowym celem relacji inwestorskich jest wywiązywanie się z obowiązków spółki dotyczących regulacji prawnych. Należy podkreślić, iż nie tylko relacje inwestorskie mają wpływ na realizację celów wybranych przez spółkę. Działy zajmujące się IR mogą częściowo przyczynić się do realizowania celów. Natomiast sukces może być oparty wyłącznie na prowadzeniu rentowanej działalności gospodarczej zgodnej z prawem przy współpracy wszystkich działów firmy (Agarwal i in. 2016; The Stock Exchange of Thailand 2014; Dziawgo 2011, s. 29; Hoffmann i Fieseler 2012; Petersen i Martin 1996). IR są narzędziem ułatwiającym osiągnięcie ustalonych założeń. Należy dodać, iż każda spółka indywidualnie decyduje o kształtowaniu się relacji inwestorskich w zależności od różnych czynników, np. misja, przyjęta strategia czy kierunki rozwoju przedsiębiorstwa. Ponadto spółka określa, które informacje finansowo-ekonomiczne będą udostępniane na rynku, a także w jakim stopniu będzie przyjmować informację zwrotną płynącą od inwestorów. Każda firma indywidualnie określa cel relacji inwestorskich, gdyż może on opierać się na zwiększeniu wartości spółki, realnej wycenie akcji, zapewnieniu dostępu do zdywersyfikowanego kapitału, obniżeniu kosztów itp. (Hoffmann i Fieseler 2014).

Cele można pogrupować w podstawowe obszary, tj. finansowo-ekonomiczny, prawny oraz komunikacyjny, które przedstawiono w Tabeli 1. Należy dodać, iż relacje inwestorskie mogą służyć realizacji kilku celów jednocześnie. Mogą być traktowane jednakowo lub można spróbować je zhierarchizować ze względu na znaczenie. Obszar prawny można podzielić na trzy istotne grupy celów szczegółowych, tj. utrzymanie statusu spółki publicznej poprzez wypełnianie

obowiązków prawnych dostarczanych na rynek, unikanie kar za brak publikacji wymaganych prawnie informacji czy też dbałość o reputację prawną. Do obszaru komunikacyjnego zalicza się przekazywanie informacji, zwiększanie zaufania wśród inwestorów oraz zbieranie informacji zwrotnej z rynku. Obszar finansowo-ekonomiczny opiera się na zwiększaniu wartości spółki, dostępie do nowych źródeł kapitału oraz redukowaniu kosztów (Kim i Jeon 2015; Hoffmann i Fieseler 2014).

Tabela 1. Obszary relacji inwestorskich wraz z ich celami

Finansowo-Ekonomiczny	Komunikacyjny	Prawny
Wzrost wartości spółki	Przekaz informacji	Utrzymanie statusu spółki publicznej
Rzetelna wycena spółki	Zaufanie	
Dostęp do kapitału	Komunikacja dwustronna	
Redukcja kosztów finansowych	Lojalność	
Dywersyfikacja źródeł kapitału	Rozpoznawalność spółki	Unikanie kar
Ograniczenie zmienności kursów	Promocja firmy na rynku finansowym	
Stabilność finansowania	Kreowanie wizerunku	
Poprawa płynności na rynku wtórnym	Utrzymanie zainteresowania podmiotem	Dbłość o reputację prawną

Źródło: opracowanie własne na podstawie Hoffmann i Fieseler 2012; Dziawgo 2011, s. 31; Hoffmann i in. 2010; Niedziółka 2008, s. 30; Cole 2004.

Większość działań IR jest skierowana do obecnych i potencjalnych inwestorów, których dzieli się na dwie grupy, inwestorów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych. Pierwsza grupa to inwestorzy lokujący prywatne środki finansowe na giełdzie. Należy dodać, iż inwestycje opierają się przede wszystkim na dostępnych materiałach i analizach publikowanych w fachowej literaturze. To właśnie liczba dokonywanych zazwyczaj krótkoterminowych transakcji inwestorów indywidualnych zapewnia płynność na giełdzie. Do drugiej grupy zalicza się banki, fundusze inwestycyjne, emerytalne oraz towarzystwa ubezpieczeniowe. Różnicą między wskazanymi grupami jest skala inwestycji oraz odpowiednie i przemyślane zarządzanie. Podmioty zajmujące się działalnością inwestycyjną skupiają się na inwestycjach długo- i średnioterminowych. Dla obu grup inwestorów, niezwykle ważna jest komunikacja wymuszająca szczegółowe zapoznanie się ze strukturą własności w celu dopasowania publikacji informacji do potrzeb konkretnych odbiorców (Agarwal i in. 2016; Valentine 2015; Tworzydło 2008, s. 272; Corbin 2004). Odpowiednia komunikacja prowadzi do pozyskania zaufania dzięki transparentności przekazywanych informacji na temat działalności przedsiębiorstw.

Zespoły zajmujące się IR powinny skupiać się na tworzeniu dedykowanych dla konkretnych grup inwestorów modeli uwzględniających działalność firmy,

aktualną sytuację w branży i w całej gospodarce, strukturę akcjonariatu, a także opinie o spółce w otoczeniu biznesowym. Na podstawie modelu, zespoły powinny dostosować odpowiednie narzędzia IR dla konkretnego odbiorcy (Bassen i Basse Mama 2016; Tworzydło 2008, s. 270; Corbin 2004). Narzędzia relacji inwestorskich przedstawia Tabela 2, które dzieli się na standardowe, nowe technologie i marketingowe.

Tabela 2. Instrumenty relacji inwestorskich

Standardowe	Nowe technologie	Marketingowe
<ul style="list-style-type: none"> • raporty okresowe z prowadzonej działalności (roczne, półroczne, kwartalne, bieżące); • raporty analityków; • badania struktury akcjonariatu; • walne zgromadzenia akcjonariuszy; • konferencje inwestorskie; • <i>roadshow</i>; • spotkania one-to-one; • bezpośrednie spotkania z inwestorami; • wyjazdy studyjne; • kontakt telefoniczny. 	<ul style="list-style-type: none"> • strona internetowa spółki ze specjalną strefą przeznaczoną dla inwestora; • telekonferencje; • wideokonferencje; • <i>conference call</i>; • wirtualne walne zgromadzenia akcjonariuszy; • newsletter w formie elektronicznej i tradycyjnej; • prezentacje multimedialne; • Twitter, Facebook, blog; • interaktywny analityk; • lista dystrybucyjna email. 	<ul style="list-style-type: none"> • marketingowy raport roczny; • badania opinii inwestorów jako narzędzie komunikacji dwukierunkowej; • studia percepcji; • programy lojalnościowe; • broszury i biuletyny korporacyjne; • foldery reklamowe; • prezentacje; • investor days; • konferencje prasowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Nel i Brummer 2016; Pozniak i in. 2016; EY 2018; FEE 2015; Valentine 2015; Đorđević i in. 2012; Krug 2011, s. 51; Taylor i Dzurinin 2010; Hoffmann i in. 2010; Corbin 2004; Cole 2004.

Programy relacji inwestorskich muszą być na bieżąco aktualizowane i dostosowywane do potrzeb inwestorów. Warto dodać, iż wykorzystywanie narzędzi różni się w zależności od branży i specyfiki danej spółki. Często stosowanym narzędziem są spotkania grupowe organizowane przez firmę z grupą inwestorów (przedstawiciele Zarządu) bądź analityków w celu omówienia aktualnych tematów dotyczących działalności spółki. Kolejnym narzędziem komunikacji jest *roadshow*, czyli objazdowe spotkania z indywidualnymi inwestorami lub grupami inwestorów koordynowane przez spółkę w Polsce lub za granicą. Głównym motywem zorganizowania tego typu wyjazdów jest nowa emisja akcji, prezentacja sprawozdania rocznego czy też omówienie strategii rozwoju. Obecnie coraz częściej wykorzystywanym nowymi technologiami narzędziami komunikacji są wideokonferencje, telekonferencje i *conference call*. Umożliwiają przedstawienie spółki szerokiemu gronu odbiorców, tj. inwestorom, analitykom giełdowym oraz mediom. Taka formuła komunikowania się pozwala czynnie uczestniczyć w dyskusji – oglądać, słuchać i zadawać pytania w czasie rzeczywistym – wszystkim uczestnikom takiego wydarzenia. Zaletą

wideokonferencji jest możliwość spotkania się z inwestorami z kraju i zza granicy (Valentine 2015; Krug 2011, s. 52; Hoffmann, Pennings i Wies 2010; Cole 2004). Następnym narzędziem jest newsletter elektroniczny i tradycyjny, który umożliwia przekazywanie wybranej grupie inwestorów informacji o nadchodzących wydarzeniach. Dzięki temu spółka może się promować i rozwijać marketingowo. Nieodłączną formą komunikacji jest także strona internetowa, która stanowi najważniejsze źródło informacji dla inwestorów. W dobie nowych technologii i szeroko rozpowszechnionych mediów społecznościowych na uwagę zasługuje również Twitter oraz Facebook. Ta zupełnie nowa jakość relacji inwestorskich, umożliwia szybką wymianę informacji, docierając do najbardziej rozproszonego grona odbiorców. Prezentacje multimedialne to także narzędzie IR. Wykorzystuje się je podczas spotkań z inwestorami, analitykami oraz prasą. Prezentacje oparte są na najważniejszych treściach ujętych w atrakcyjnej formie. Mogą być załączone na stronę internetową spółki, tak aby osoby nieuczestniczące w spotkaniu mogły zapoznać się z zawartymi w niej treściami. Warte uwagi są również narzędzia z grupy marketingowych, do których zalicza się *investor days*, podczas których zainteresowani mogą przyjść do siedziby spółki, spotkać się z Zarządem, uczestniczyć w rozmowach z pracownikami działów, osobiście zadać pytania, zebrać interesujące dane w postaci raportów, informacji w broszurach informacyjnych, a także odwiedzić miejsca produkcyjne i wykorzystywane do produkcji nowe technologie (Almaši i in. 2015; Krug 2011, s. 54; Cole 2004). Ciekawym sposobem na pozyskanie opinii o spółce są studia percepcji, które polegają na zadawaniu pytań inwestorom jak postrzegana jest firma w otoczeniu biznesowym. Badanie przeprowadza się najczęściej przy pomocy ankiety, która bada spółkę, kurs akcji, wyniki finansowe czy postrzeżenie kompetencji kadry zarządzającej. Nieodłącznym instrumentem IR są różne raporty, np. sprawozdania roczne, interaktywne raporty umożliwiające dodawanie własnych notatek czy też praca na umieszczonych w nim rysunkach, tabelach i wykresach².

Należy podkreślić, iż wymienione narzędzia powinny być dostosowane do potrzeb użytkowników. W dobie nowych technologii, kluczowym staje się szybkość rozpowszechniania i dostępu do informacji. Wykorzystywanie nowych kanałów komunikacji z inwestorami wyróżnia dane przedsiębiorstwo na tle innych, co wiąże się z prestiżem i możliwością dotarcia do szerszego grona inwestorów (Almaši i in. 2015; Valentine 2015; Hoffmann, Pennings i Wies 2010; Andrzejewski i Kot 2006, s. 45).

² Więcej o tradycyjnych i interaktywnych raportach piszą: FEE 2015; Taylor i Dzuraniin 2010.

Modele prowadzenia relacji inwestorskich

Jednym z największych wyzwań współczesnych przedsiębiorstw notowanych na rynku kapitałowym, jest utrzymanie jego wartości i zapewnienie stabilnego wzrostu. Wzrost wartości jest osiągany zwłaszcza poprzez kapitał inwestorów, a to właśnie oni w końcowym efekcie osiągają zyski w postaci dywidendy czy dochodów kapitałowych. W celu osiągnięcia wzrostów, kluczowe jest przekazywanie rzetelnych i wiarygodnych informacji ze spółki. Tym samym powstała potrzeba kształtowania relacji inwestorskich tak, aby zawierały one w sobie cały zestaw działań zapewniających zarówno spółkom obecnym jak i tym wchodzącym na rynek kapitałowy, ciągle zainteresowanie ze strony inwestorów instytucjonalnych oraz indywidualnych.

Relacje inwestorskie kreują obraz spółki przez pryzmat nadziei akcjonariuszy na przyszłe zyski, budując z nimi więzi, których fundamentem są wiarygodne i dostosowane do oczekiwań rynku informacje. Funkcja sprawowana przez IR stanowi fasadę przy wycenie wartości spółki, stając się jednocześnie jednym z ważniejszych zagadnień przy okazji tworzenia systemu zarządzania wartością firmy. Dostateczne poinformowani akcjonariusze pozwalają na utrzymanie stabilnego kursu akcji, jednak dobrze prowadzone relacje z inwestorami muszą konsekwentnie realizować z góry ustaloną strategię działania. Można wyróżnić wiele instrumentów IR, w zależności od rodzaju prowadzonej działalności przez przedsiębiorstwo. Podstawą jest ich strategiczne zaplanowanie. *Investor relations* musi być prowadzone systematycznie, w obrębie wcześniej przygotowanego modelu, gdyż w innym przypadku może przynieść więcej złego niż dobrego (Hoffmann i Fieseler 2014; Dąbrowski 2010, s. 131).

Aktualnie znaczna część spółek notowanych na rynku kapitałowym korzysta z tradycyjnej metody komunikacji z otoczeniem biznesowym, w której głównym celem jest kreowanie pozytywnego wizerunku firmy oraz komunikowanie jej wartości. Zapobieganie niedowartościowaniu przedsiębiorstwa jest możliwe tylko wtedy, gdy departament odpowiedzialny za IR wraz z zarządem spółki, opracują odpowiedni program określający model prowadzenia relacji inwestorskich. Model ten musi być bliski kryteriom ocen analityków rynku finansowego i przekazywać potrzebne im informacje (Szymańska 2005, s. 304).

Tradycyjny model prowadzenia relacji inwestorskich, zakłada w swojej istocie najbardziej podstawowe zadania. Warto wspomnieć, iż mimo wąskiego zakresu działalności, powszechnie funkcjonuje na rynku giełdowym. Jego fundamentem jest komunikacja z otoczeniem finansowym, oparta na uznaniu praw inwestorów oraz przejrzystości działania firmy. Dodatkowo za cel obiera sobie sprostanie wymaganiom akcjonariuszy, co przekładać się będzie na wzrost konkurencyjności spółki. W obrębie tego modelu wykorzystuje się również tradycyjny model raportowania zakładający (Gajewska-Jedwabny 2004, s. 459):

- przekazywanie danych historycznych,
- przekazywanie danych ze sporym opóźnieniem,
- słaby nacisk na informacje niefinansowe,
- dane finansowe bezużyteczne i niezwiązane z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy,
- mało nowoczesna forma publikowanych sprawozdań finansowych.

Biorąc pod uwagę wyżej wymienione podpunkty należy stwierdzić, że model ten opiera się przede wszystkim na informacjach historycznych, które miały miejsce w przeszłości. Spółka, która kilka lat temu osiągała dobre wyniki finansowe, może obecnie borykać się z ogromnymi problemami finansowymi. Tak publikowane informacje nie mogą zaspokoić potrzeb zgłaszanych przez inwestorów. Właśnie dlatego stowarzyszenia inwestorów naciskają na poprawę terminowego publikowania raportów okresowych, niezbędnych do należytej oceny sytuacji finansowej spółki.

Założenia tradycyjnego modelu opierają się głównie na publikowaniu informacji finansowych. Należy dodać, iż spółki z tego obowiązku wywiązują się bez zarzutu. Natomiast odmiennie wygląda sytuacja z generatorami wartości, czyli czynnikami niematerialnymi: reputacją, udziałem w rynku, marką, umiejętnościami kadry zarządzającej, klientami czy siecią odbiorców. Wymienione czynniki są bardzo zaniedbywane przez spółki i w wielu przypadkach bardzo ciężko doszukać się informacji na ich temat. Jest to błąd zważywszy na to, że wskaźniki finansowe są następstwem decyzji o charakterze niefinansowym, a więc podejmowanie decyzji na podstawie samych danych finansowych może prowadzić do błędnych decyzji inwestorów. Co więcej, jeśli chodzi o formę publikowanych danych, to i tu można doszukać się wielu niedociągnięć. Raporty publikowane są w postaci plików nie dających możliwości edycji danych, a jedynie pozwalają na wydruk, tworząc ich papierową wersję. Wyszukanie i użycie potrzebnych danych w tak skonstruowanym raporcie jest bardzo kosztowne i pracochłonne dla interesariuszy.

Nowoczesna koncepcja modelu relacji inwestorskich w swych założeniach zakłada komunikację z otoczeniem jako strategiczne narzędzie konkurowania. Innowacyjny IR zmierza w kierunku całkowitej transparentności, przez którą należy rozumieć stały dostęp do aktualnych i rzetelnych informacji. Dodatkowy nacisk kładzie się także na wykorzystanie dostępnych technologii i użycie nowoczesnych rozwiązań informatycznych. Tabela 3 przedstawia porównanie tradycyjnego modelu prowadzenia relacji inwestorskich z nowoczesną koncepcją, która w przyszłości mogłaby zastąpić obecnie nieefektywny model.

Tabela 3. Modele prowadzenia relacji inwestorskich

Modele prowadzenia relacji inwestorskich		
Model tradycyjny		Model nowoczesny
Ilość informacji ograniczona do minimum narzuconego obowiązkiem informacyjnym	Otwartość	Przekazywanie informacji znacznie wykraczających poza narzucone minimum
Brak komentarzy do bieżących wydarzeń. Analizy jako obowiązek inwestora	Wiedza o rynku	Edukowanie inwestorów i aktywne analizowanie sytuacji rynkowej
Styl formalny, język ekonomiczno-finansowy	Styl komunikacji	Styl półformalny lub bezpośredni
Tylko oficjalne kanały komunikatów giełdowych	Kanały komunikacji	Dostosowane do potrzeb inwestorów
Identyczna informacja dla wszystkich grup inwestorów	Dywersyfikacja komunikacji	Informacje podzielone na segmenty dla poszczególnych grup

Źródło: opracowanie własne na podstawie Nel i in. 2019; Pozniak i in. 2016; Łukasik 2013; Krug 2010, s. 99.

Zmiany spowodowane ciągłym rozwojem rynku kapitałowego powinny wpływać na dostosowanie swoich strategii tak, aby zaspokajać potrzeby informacyjne inwestorów. Spółki powinny wyzbyć się przekonania, jakoby działania departamentów IR winny sprowadzać się do publikacji wymaganego prawem minimum informacji. Internet, szybkość działania mediów, coraz bardziej wymagający inwestorzy sprawiają, że każda spółka notowana na rynku publicznym nie ma tajemnic. Należy więc wykraczać poza podstawowe oczekiwania akcjonariuszy, wykazując się przy tym znajomością odpowiednich kanałów informacyjnych i technologii, jako że relacje inwestorskie nie mogą pozostać obojętne na rewolucję technologiczną (Nel i in. 2019; Gajewski i Li 2015).

Realizowanie innowacyjnej polityki informacyjnej należałoby rozpocząć od uświadomienia, jakich ma się właścicieli. Zidentyfikowanie swojego akcjonariatu umożliwi spółce dostosowanie przekazywanych informacji do potrzeb konkretnych odbiorców, co sprawia, że dialog na linii spółka–otoczenie staje się płynny. Podstawową platformą tego dialogu w obecnych realiach jest strona internetowa. Inwestorzy na stronie zwracają szczególną uwagę na analizę struktury akcjonariatu, notowania, raporty bieżące i okresowe oraz publikacje prasowe. Takie oczekiwania spełniłyby analizy otoczenia rynkowego, przedstawienie spółki na tle konkurencji, informacje o aktualnych trendach rynkowych, dane na temat strategii, a także wiadomości o budowaniu wartości spółki. Nie bez znaczenia pozostaje szybkość reagowania na sytuacje wyjątkowe oraz szybkie uzupełnianie informacji, wpływające na decyzje podejmowane przez inwestorów. Mile widziane jest stałe porozumiewanie się z akcjonariuszami przy pomocy strony internetowej, forum, *newslettera*, e-maila lub interaktywnych metod komunikacji typu czat czy wideokonferencje (Nel i in. 2019; Gajewski i Li 2015; Dziawgo 2011, s. 112).

Badanie postrzegania relacji inwestorskich wśród inwestorów

Relacje inwestorskie i odpowiednio prowadzona polityka informacyjna może przyczynić się do zwiększania wartości firmy i sposobu jej postrzegania przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Właśnie dlatego tak istotne stało się transparentne przedstawianie informacji zainteresowanym użytkownikom. Mając pełne i jasno przekazane informacje, inwestorzy są usatysfakcjonowani, zaczynają identyfikować się z firmą, której są współwłaścicielami a jednocześnie wzrasta ich zaufanie do decyzji podejmowanych przez Zarząd. Poznanie wymagań i potrzeb inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych jest podstawą stosownie prowadzonych relacji inwestorskich.

W celu określenia stanu relacji inwestorskich w spółkach giełdowych, Autorzy publikacji przeprowadzili badanie ankietowe stanu relacji inwestorskich wśród inwestorów indywidualnych. Odpowiedzi uzyskane od ankietowanych pozwoliły ukazać jakość przekazywanych przez spółki informacji oraz poznać wymagania informacyjne i preferencje inwestorów.

Badanie zostało przeprowadzone w dniach od 8 do 24 marca 2020 r. za pośrednictwem Internetu, przy pomocy ankiety elektronicznej. Kwestionariusz został rozesłany z wykorzystaniem poczty elektronicznej do inwestorów indywidualnych związanych z rynkiem kapitałowym. Zaproszeni do badania inwestorzy znaleźli się w liście mailingowej pochodzącej z zasobów własnych jednego z Autorów, który na przestrzeni ostatnich lat zajmował się rynkiem kapitałowym. Bazę inwestorów stworzono na podstawie źródeł ogólnodostępnych m.in. Internet, fora internetowe dotyczące rynku kapitałowego oraz otwarte bazy inwestorów. W badaniu wzięło udział 160 polskich inwestorów indywidualnych, którzy w ramach wieloletniej współpracy wyrazili zgodę na ewentualny udział w badaniach ankietowych i zaakceptowali otrzymanie kwestionariusza na udostępnione wcześniej adresy mailowe. Ankieta była anonimowa, gdyż pytania nie dotyczyły danych wrażliwych. Większość stanowiła drobnych inwestorów, którzy składają zlecenia kupna lub sprzedaży papierów wartościowych do kwoty około 2 500 zł. Stanowi to bardzo niski poziom, jednak obejmujący około 60% wszystkich inwestorów indywidualnych obecnych na polskim rynku kapitałowym³. Wspomniana próba nie może zostać uznana za reprezentatywną dla całej społeczności polskich inwestorów indywidualnych, natomiast może stanowić wartościowe źródło wiedzy na temat postrzegania relacji inwestorskich i jakości w komunikacji spółek giełdowych.

Instrumentem pomiarowym był kwestionariusz elektroniczny, który składał się z trzech pytań ze skalą liczbową od 1 do 7, jednego pytania wielokrotnej

³ Zob. Roczniki giełdowe Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie 2018–2020.

odpowiedzi z możliwością udzielenia własnej opinii oraz metryczki. Należy dodać, iż przeprowadzone ankiety internetowej pozwoliło na uniknięcie efektu ankieterskiego, czyli wpływu ankietera na odpowiedzi respondentów. Zaletą takiej formy badania był łatwy dostęp do określonej grupy badanych inwestorów poprzez kontakt przez listę mailingową.

Dominującą grupę stanowili respondenci w wieku od 28 do 37 roku życia (37,5%). Kolejną liczną grupę reprezentowały osoby od 38 do 47 lat (23,1%). W świetle oceny relacji inwestorskich duże znaczenie dla niniejszych wyników badań odgrywa właśnie wiek respondentów. Osoby młodsze biegle posługują się nowymi technologiami, przez co mogą wymagać od spółek giełdowych prowadzenia relacji inwestorskich przede wszystkim z ich wykorzystaniem.

Tabela 4. Struktura wieku i doświadczenia inwestorów biorących udział w badaniu

Wiek	18–27 lat	28–37 lat	38–47 lat	48–57 lat	58+ lat
	22	60	37	26	15
Doświadczenie	<2 lat	2–4 lat	5–7 lat	8–11 lat	>11 lat
	34	44	46	22	14

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Kluczową informacją na temat próby badawczej jest jednak doświadczenie inwestorów w zakresie inwestowania na rynku kapitałowym, wyrażone w latach obecności na giełdzie. Inwestorzy, których doświadczenie wynosi mniej niż dwa lata stanowią zaledwie 20% całej próby. Są to osoby, które dopiero rozpoczynają swoją przygodę z rynkiem kapitałowym i są w trakcie gromadzenia niezbędnej wiedzy oraz doświadczenia z zakresu inwestowania. Pozostałą część respondentów stanowią osoby, które ze względu na swój staż, posiadają niezbędne doświadczenie na temat funkcjonowania rynku kapitałowego. To sprawia, że z pewnością mogą wypowiadać się na temat jakości prowadzonych przez spółki relacji inwestorskich, bazując przede wszystkim na swoim doświadczeniu oraz formułować rzeczowe oczekiwania względem prowadzonych działań relacji inwestorskich.

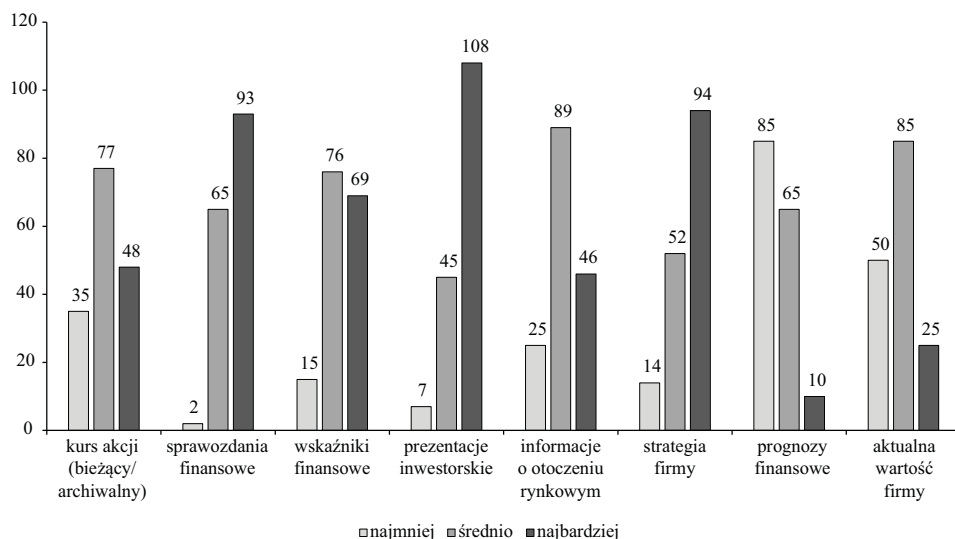
Głównym celem przeprowadzonego badania było określenie obecnego stanu relacji inwestorskich w Polsce i skoncentrowano się przede wszystkim na trzech podstawowych zagadnieniach:

- przydatność poszczególnych narzędzi relacji inwestorskich;
- ocena jakości relacji inwestorskich przez inwestorów indywidualnych;
- preferowane kanały dystrybucji informacji.

W efekcie otrzymano obraz postrzegania relacji inwestorskich przez indywidualnych inwestorów. Jednak do samych wyników należy podchodzić z odpowiednią dozą ostrożności badawczej, gdyż próba nie miała charakteru reprezentatywnego, co nie daje podstaw do uogólnienia wyników na całość populacji inwestorów indywidualnych.

W pierwszej kolejności zweryfikowano potrzeby informacyjne inwestorów, dopytując jakie informacje wykorzystują lub chcieliby wykorzystywać w największym bądź najmniejszym stopniu podczas podejmowania swoich decyzji inwestycyjnych. Daje to możliwość ewentualnego porównania stanu faktycznego ze stanem docelowym prowadzonych relacji inwestorskich, który powinien w pierwszej kolejności odpowiadać na potrzeby informacyjne swoich inwestorów.

Rysunek 1. Wykorzystanie informacji przez inwestorów podczas podejmowania decyzji

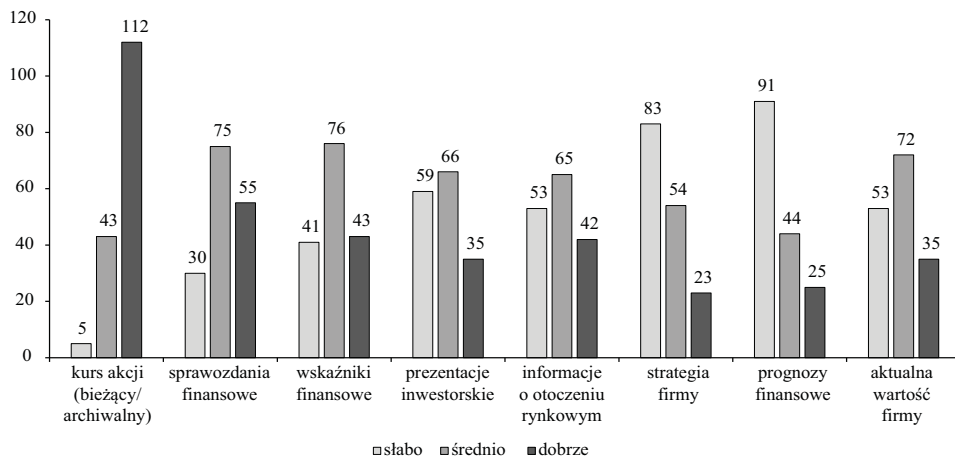


Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Najchętniej wykorzystywanymi informacjami jakie wskazali inwestorzy okazały się prezentacje inwestorskie (67,5%), informacje dotyczące strategii firmy (58,7%) oraz sprawozdania finansowe (58,1%). Obecnie prezentacje inwestorskie stają się coraz bardziej przystępnym i kompleksowym źródłem wiedzy, zarówno o samej spółce jak i o jej sytuacji finansowej. Inwestorzy wysoko cenią prezentacje inwestorskie ze względu na wyczerpujący komentarz do danych finansowych, opisujący strukturę przychodów i kosztów. Publikowanie „suchych liczb” bez odpowiedniego ich wyjaśnienia nie daje możliwości pełnego zrozumienia sytuacji spółki. Strategia spółki jest zaś istotna dla inwestorów w długiej perspektywie. Zawiera ona całościową koncepcję działań mając na uwadze wszelkie możliwe zmiany, jakie mogą nastąpić w otoczeniu zewnętrznym jak i wewnętrznym spółki (Stabryła 2005, s. 21). Dobrze określona strategia jest dla inwestorów oznaką, że zarząd spółki posiada jasno określone cele i wie w jaki sposób je realizować.

W komunikacji z inwestorami kluczowe znaczenie ma jakość przekazywanych informacji. Ocenę jakości publikowanych informacji przedstawia Rysunek 2.

Rysunek 2. Ocena jakości publikowanych przez spółki informacji



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

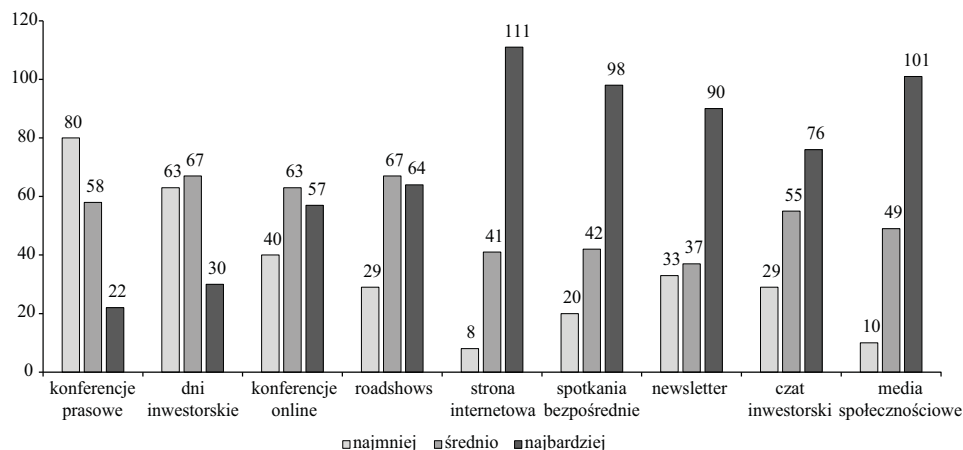
Najlepiej pod względem jakości zostały ocenione przez inwestorów informacje odnośnie bieżącego i archiwalnego kursu akcji spółek. Są to informacje najłatwiejsze w prezentacji, nie wymagające szczególnego przygotowania. Należy wspomnieć, iż zdecydowana część inwestorów nie wykorzystuje tych informacji w znacznym stopniu podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. Przeciętnie zdaniem respondentów wypadają sprawozdania finansowe oraz wskaźniki finansowe opracowywane przez spółki. Taka ocena może wynikać z faktu, że niewielki odsetek spółek giełdowych w Polsce przygotowuje sprawozdania finansowe w formie interaktywnej. Taka forma sprawozdania pozwala przeprowadzać dowolne symulacje z użyciem prognozowanych wartości, co znacznie ułatwia decyzje inwestycyjne.

Najsłabiej zdaniem inwestorów wypadają wszelkie informacje dotyczące strategii, prezentacji inwestorskich oraz prognoz finansowych, czyli te które inwestorzy wykorzystują lub chcieliby wykorzystywać w najwyższym stopniu. Publikowany opis strategii spółki przyjmuje najczęściej postać kilku zwięzłych zdań na stronie internetowej, który nie dają inwestorowi żadnego poglądu na rzeczywiste działania spółki. W przypadku prognoz zdecydowana większość inwestorów zdaje sobie sprawę, że należy podchodzić do nich z dystansem, gdyż rzadko zachowują one należyty obiektywizm względem swoich wyników. Co więcej, doświadczeni inwestorzy preferują opieranie decyzji inwestycyjnych na podstawie własnych prognoz, które sporządzają na podstawie ogólnodostępnych informacji.

Warto zwrócić uwagę, że najsłabiej ocenionymi informacjami pod względem jakości zostały te informację, które inwestorzy wykorzystują lub chcieliby wykorzystywać w głównej mierze podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Trzecim i ostatnim obszarem badawczym wśród inwestorów były preferowane przez nich kanały dystrybucji informacji. Wraz z rozwojem technologii, w tym Internetu, możliwości dialogu z rynkiem z perspektywy spółki ulegają ciągłym przemianom, przez co na znaczeniu zyskują rozwiązania elektroniczne.

Rysunek 3. Preferowane kanały dystrybucji informacji



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Obecnie najbardziej preferowanymi przez inwestorów indywidualnych kanałami komunikacji są strona internetowa oraz media społecznościowe. Prowadzona na bieżąco i stale aktualizowana strona jest jednym z najszybszych źródeł informacji, która pozwala w kilka sekund zapoznać się z bieżącymi wydarzeniami dotyczącymi spółki. Nie dziwi również popularność mediów społecznościowych, które jeszcze do niedawna, nie były w ogóle brane pod uwagę w kontekście komunikacji z otoczeniem inwestorskim. Obecnie stają się jednym z najbardziej obiecujących kanałów przekazywania informacji o niebywałym potencjale. Głównymi barierami pozostają jednak ich mała wiarygodność, wysoki koszt prowadzenia oraz na ten moment – niska efektywność w docieraniu do grupy docelowej (Krawczyk 2015, s. 13).

Należy zwrócić także uwagę na spotkania bezpośrednie. Są one uważane za bardzo dobre źródło informacji przez 98 respondentów. Kontakty bezpośrednie są dla inwestorów doskonałą okazją, aby uzyskać najważniejsze informacje dotyczące aktualnych wyników finansowych, przyszłych planów i oczekiwań. Dają możliwość swobodnej wymiany zdań, która staje się cennym materiałem nie tylko dla samego inwestora, lecz także dla Zarządu spółki, który w ten sposób uzyskuje informacje na temat potrzeb informacyjnych interesariuszy. Najmniejszą popularnością cieszą się konferencje prasowe oraz dni inwestorskie. Wynika to głównie z ograniczeń czasowych i lokalizacyjnych organizowanych wydarzeń.

Wnioski z badań

Współcześni inwestorzy indywidualni to coraz bardziej świadomi swoich praw i pozycji uczestnicy rynku kapitałowego. Bez wątplenia stają się oni coraz lepiej wyedukowani z zakresu ekonomii i finansów, co pozwala im na formułowanie coraz wyraźniejszych oczekiwań względem spółek publicznych obecnych na parkiecie giełdowym. Z przeprowadzonego badania ankietowego wynika, że spółki nie mogą poprzestawać w swych wysiłkach, gdyż w ocenie inwestorów prowadzone przez nich działania wypadają przeciętnie. Mimo dobrego dostępu do informacji, który wynika przede wszystkim z rozwoju nowoczesnych technologii, inwestorzy nie mogą być usatysfakcjonowani dopasowaniem publikowanych informacji do ich potrzeb. Obawą jest natomiast niska jakość informacji takich jak strategia firmy czy jej otoczenie rynkowe. Publikowane prognozy bardzo często oceniane są negatywnie, gdyż Zarządy spółek podczas ich opracowywania kierują się swoimi celami, bardzo często rozbieżnymi z celami inwestorów.

Oczekiwania inwestorów względem publikowanych informacji są dość klarowne. Oczekują oni zwłaszcza większej liczby prezentacji inwestorskich oraz dokładnego przedstawienia strategii firmy. W obu przypadkach można odnotować zauważalne braki, nad którymi spółki stopniowo pracują. Pod względem jakości nie najgorzej w oczach inwestorów prezentują się sprawozdania finansowe. Obecnie coraz częściej raporty finansowe przybierają postać raportów zintegrowanych, bardzo cenionych na zagranicznych rynkach kapitałowych ze względu na ich użyteczność i kompleksowość.

Preferowane przez inwestorów indywidualnych kanały dystrybucji są powiązane z rozwojem technologii. Na rynku pojawiają się coraz to nowsze formy komunikacji z rynkiem, które przyspieszają i ułatwiają przekazywanie informacji. Strony internetowe, newslettery w formie elektronicznej czy też *social media* zaczynają odgrywać znaczącą rolę, która na przestrzeni kolejnych lat będzie wzrastała. Są to wygodne rozwiązania zarówno dla spółek jak i dla inwestorów, którzy bardzo często nie mają wystarczającej ilości czasu, aby uczestniczyć w konferencjach prasowych, czy też pojawiać się na dniach inwestorskich w siedzibach wszystkich interesujących ich spółek. Warto jednak wspomnieć, że rozwój technologii nie wpływa na jedną z tradycyjnych form komunikacji jaką są spotkania bezpośrednie. W ich przypadku żadna technologia nie zastąpi możliwości osobistego spotkania z członkami Zarządu, podczas którego inwestor ma okazję na swobodną wymianę poglądów i dopytanie o wszystkie interesujące go kwestie.

Kierunki zmian relacji inwestorskich w Polsce

Prowadzona przez spółki polityka informacyjna wynika przede wszystkim z ustanowionego ustawodawstwa. Polityka ta prowadzona może być w sposób bierny – wykonując założone minimum względem inwestorów lub czynny – poszerzając zakres publikowanych treści i przejmując inicjatywę w kontaktach z interesariuszami. Równie istotnym elementem polityki informacyjnej są kontakty z mediami ekonomicznymi, które powinny być prowadzone bez względu na przyjętą strategię informacyjną.

Zważywszy na rosnące oczekiwania rynku i wyniki przeprowadzonych badań, spółki powinny zweryfikować swój model prowadzenia relacji inwestorskich. Brak specjalistycznej wiedzy w tym zakresie prowadzi do zamknięcia się na nowoczesne metody komunikacji przy wykorzystaniu postępu technicznego i informatyzacji.

Zasadniczym powodem, dla którego firmy wchodzą na giełdę jest chęć pozyskania kapitału na dalszy rozwój. Pozostałe korzyści, tj. prestiż, wzrost wiarygodności, budowanie pozytywnego wizerunku czy przewaga nad firmami prywatnymi, mają charakter uzupełniający. Debiut giełdowy otwiera drzwi do nieograniczonego źródła kapitału krajowego jak i zagranicznego, którego zdobycie w głównej mierze zależy od umiejętności spółki w zarządzaniu przyszłością. Zaledwie niewielki odsetek firm ma opanowaną tą sztukę, nie zdając sobie sprawy, że inwestorów nie interesuje to co było, a to, co będzie. Inwestor powierzając spółce swój kapitał, chce mieć świadomość w jaki sposób zostaną wykorzystane jego środki i czy przyczynią się do wzrostu wartości firmy. Stąd też coraz ważniejszym na rynku kapitałowym staje się tworzenie planów ekonomicznych jak i finansowych, ich uzasadnienie i popularyzowanie. Przedsiębiorstwa, które potrafią patrzeć w przyszłość zostają z reguły ocenione jako wiarygodne i zasługujące na kapitał. Zarządzanie przyszłością to również ciągłe monitorowanie obecnej sytuacji pod względem jej zgodności z przyjętymi wcześniej założeniami. Transparentność procesu zarządzania przyszłością jest zależna przede wszystkim od komunikacji, która w tym przypadku przybiera formę relacji inwestorskich. Akcjonariusze wraz z inwestorami powinni być stale informowani o zdolności spółki do trafnego planowania swojej przyszłości. W tej sytuacji rola relacji inwestorskich staje się kluczowa. Prowadzenie stałej komunikacji z rynkiem pozwala utrzymać spółkę na rynku publicznym i wzmocnić jej pozycję. Zdecydowana większość inwestorów wymaga od spółek, aby te walczyły o ich zainteresowanie a tym samym kapitał, gdyż walka wynika bezpośrednio z przyjętych reguł gry. Wymusza to również na spółkach poważne traktowanie potrzeb i oczekiwań swoich interesariuszy. Właśnie dlatego należy wspomnieć, iż spółka, która nie walczy o kapitał nie będzie odpowiedzialnie traktowana przez rynek, gdyż sama nie traktuje swojej obecności na rynku poważnie. Chęć pozyskiwania

nowych kapitałów jest pozytywnym zjawiskiem, które stymuluje dalszy wzrost spółki oraz wskaźniku zwrotu z kapitałów własnych (ROE), będący podstawową miarą zysków osiągniętych przez akcjonariuszy (Ritchie 1997, s. 214).

Zarząd spółki musi zdawać sobie sprawę, że jest niejako wizytówką firmy, uosobieniem wszystkich wartości, którymi spółka się kieruje. Zarząd ma więc za zadanie realizować przekaz inwestorski uwzględniając zarówno misję, cele, kluczowe wartości oraz zadbać o to, by być stale dostępnym dla inwestorów. Zarząd powinien mieć w swojej świadomości, że prowadzenie relacji inwestorskich to proces ciągły opierający się w głównej mierze na zaufaniu (SEG 2018). Nowoczesna koncepcja relacji inwestorskich ma za zadanie wykreowanie pozytywnej opinii na temat spółki wśród środowiska inwestorskiego. Opinia ta powinna odzwierciedlać aktualną pozycję spółki, przede wszystkim w odniesieniu do jej wartości rynkowej. Nowatorskie podejście do zagadnienia polityki komunikacyjnej ma na celu zwiększenie wiarygodności spółki, jej wartości, a także wzmocnienie fundamentów, na których opiera się aprobata akcjonariuszy dla wszelkich działań firmy. Potrzeba przyjęcia nowego modelu prowadzenia działań z zakresu IR wzięła się nie tylko z rozwoju nowoczesnych technologii, ale również z nieefektywności zarządzania relacjami inwestorskimi, słabej przejrzystości oraz brakiem jakiegokolwiek przewidywalności rozwoju. Podczas formowania innowacyjnego konceptu działań, głównym założeniem było stworzenie wyznaczonego wizerunku wraz z ochroną wartości spółki i interesu akcjonariuszy.

Najważniejszą korzyścią dla relacji inwestorskich powinna być zmiana podejścia zarządów spółek do tego zagadnienia (Nowak i Wysocka 2020). Zmiana ta polegać ma na odejściu od tradycyjnego modelu prowadzenia IR na rzecz wprowadzenia nowoczesnego i oczekiwanego przez inwestorów modelu. Tabela 5 prezentuje główne różnice między podejściem tradycyjnym a nowoczesnym.

Autorzy uważają, iż działania z zakresu relacji inwestorskich nie są tylko funkcją administracyjną, wykonywaną pod rygiem prawa. Stanowią one doskonałe narzędzie, które stosowane systematycznie, staje się wręcz niezbędne w codziennym funkcjonowaniu spółki. IR to nie tylko plan działań i komentarze. Relacje inwestorskie opisują taktyczny zakres działań, umożliwiając osiągnięcie wyznaczonego celu. Kluczowe staje się więc odejście od tradycyjnego modelu IR, by móc myśleć o sukcesie na rynku giełdowym (Nowak i Wysocka 2020).

Według Autorów artykułu, wzmocnienie swojej pozycji na rynku dla wielu spółek notowanych na parkiecie giełdowym, możliwe jest poprzez modyfikację działań z zakresu komunikacji z rynkiem. Pierwszą zmianą powinno być podejście do oczekiwań inwestorów, którzy jak wynika z przeprowadzonych badań, nie są już usatysfakcjonowani obowiązkowym minimum informacji. Oczekują oni otwartej komunikacji z rynkiem przy wykorzystaniu nowoczesnych technologii oraz pracy nad jakością publikowanych przez spółki informacji.

Tabela 5. Podstawowe różnice w podejściach do IR

Zakres	Model tradycyjny	Model nowoczesny
Strategia działań IR	Wspiera strategię firmy, którą udostępni tylko najważniejszym graczom giełdowym.	Tworzona dla szerokiego grona inwestorów. Pomaga kreować strategię firmy.
Rynek	Ograniczenie się do prawnego minimum obowiązków informacyjnych.	Komunikacja dwustronna. Ciągły dialog z uczestnikami rynku. Wsłuchiwanie się w ich potrzeby i odpowiadanie na nie.
Akcjonariusze	Identyfikacja tylko największych akcjonariuszy.	Analiza całej struktury akcjonariatu z wyszczególnieniem wszystkich grup.
Analitycy	Kontakt z analitykami tylko w razie potrzeby.	Prowokowanie kontaktu z analitykami, organizowanie spotkań skierowanych do analityków, ciągła współpraca.
Informacja zwrotna	Informacja zwrotna rzadko brana pod uwagę.	Kluczowa wartość dla spółki w celu poprawy i ulepszania swoich działań IR.
Zarząd	Wsparcie zarządu w pracach na rzecz IR. Pomoc w utrzymaniu minimalnego kontaktu z rynkiem.	Wystawienie zarządu na pierwszy plan. Udostępnienie go dla inwestorów zarówno indywidualnych jak i instytucjonalnych.
Wydarzenia	Rzadkie spotkania z ważniejszymi analitykami i inwestorami.	Ciągła obecność na rynku. Chęć ciągłego kontaktu z otoczeniem biznesowym, wzbudzanie zainteresowania inwestorów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie SEG 2018.

W związku z tym, autorzy rekomendują w pierwszej kolejności opracowanie strategii spółki. W badaniu ankietowym inwestorzy wskazali, że informacje dotyczące strategii spółki są dla nich istotne, jednak najczęściej nie spełniają one ich oczekiwań. Spółka ma za zadanie wyjaśnić w prosty i zwięzły sposób wszystkie kwestie związane z planami umożliwiającymi kreowanie wartości dla akcjonariuszy oraz sprecyzować swoje cele wraz z dokładnym harmonogramem ich realizacji. Przedstawić należy również plany dotyczące inwestycji krajowych jak i zagranicznych (Nowak i Wysocka 2020).

Zarząd spółki powinien stać się bardziej otwarty na społeczność inwestorską. Wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że inwestorzy cenią sobie bezpośrednie spotkania z przedstawicielami spółek, którzy mogą przekazać informacje z pierwszej ręki i wyjaśnić wszelkie zagadnienia dotyczące strategii czy wyników finansowych. Stąd też niezwykle ważne będzie udostępnienie zarządu dla otoczenia biznesowego oraz zwiększenie częstotliwości *roadshow*, podczas których członkowie zarządu spotykają się z inwestorami w najważniejszych centrach finansowych w Polsce i w Europie.

Coraz popularniejsze stają się nowoczesne kanały dystrybucji informacji takie jak strona internetowa oraz media społecznościowe. Wskazują na to również wyniki badań wśród inwestorów, którzy coraz chętniej korzystają z tych źródeł w poszukiwaniu istotnych informacji dotyczących działalności spółek. Ważną

rekomendacją jest więc zadbanie o aktualność strony internetowej, a także dotarcie do inwestorów poprzez zaangażowanie w mediach społecznościowych. Pozycją obowiązkową dla większości spółek giełdowych jest komunikacja za pomocą wszechobecnego Facebooka oraz Twittera. Należy jednak wskazać na rosnącą rolę mediów takich jak Instagram oraz YouTube, które w przyszłości mogą stać się głównym kanałem komunikacji z otoczeniem biznesowym (State of Social Report 2019).

Podczas przeprowadzonego badania, zdecydowana większość inwestorów wskazała na prezentacje inwestorskie oraz sprawozdania finansowe jako najchętniej wykorzystywane źródła informacji. Jednak ich jakość nie spełnia oczekiwań inwestorów. Rekomendacją w tym zakresie będzie postawienie na interaktywne sprawozdania finansowe, które są niezwykle popularne na rozwiniętych rynkach giełdowych oraz uzupełnienie tych sprawozdań o prezentacje inwestorskie, zawierające objaśnienia i komentarze do obecnej i przyszłej sytuacji spółki.

W Tabeli 6 wyróżniono bieżące oraz stałe rekomendacje dla działów IR, których wdrożenie powinno stać się priorytetem.

Tabela 6. Najważniejsze rekomendacje w zakresie działań IR

Bieżące rekomendacje	Stale rekomendacje
<ul style="list-style-type: none"> • Strategia opracowana w sposób pozwalający na systematycznie zwiększanie wartości spółki dla inwestorów. • Określenie jasnych i klarownych celów wraz z terminarzem ich realizacji. • Stworzenie krótkiej i konkretnej prezentacji dotyczącej obecnej strategii firmy. • Przegląd baz danych interesariuszy i podzielenie ich na stronę popytową i podaźową, dzięki czemu przygotowane materiały będą kierowane do odpowiednich grup odbiorców. • Udział i organizacja spotkań z inwestorami i analitykami w celu zaprezentowania i wyjaśnienia przyjętej strategii. • Bieżące monitorowanie opinii analityków na temat spółki i podejmowanie odpowiednich działań, aby wartość spółki znajdowała swoje odzwierciedlenie w rozwoju działalności. • Tworzenie prezentacji inwestorskich zawierających kluczowe informacje. • Wdrożenie interaktywnych wersji sprawozdań finansowych. 	<ul style="list-style-type: none"> • Udostępnienie zarządu dla otoczenia biznesowego. • Zwiększona częstotliwość <i>roadshow</i> z najwyższą kadrą kierowniczą. • Organizowanie dni otwartych dla inwestorów i analityków w celu odzyskania zainteresowania spółką. • Organizowanie konferencji wynikowych po publikacji rocznych jak i kwartalnych raportów okresowych. • Ciągła weryfikacja dokonanych postępów w zakresie prowadzonych działań i przekazywanie informacji zainteresowanym. • Umożliwienie dostępu również do dyrektorów operacyjnych spółki. Informacja zwrotna traktowana jako punkt wyjścia w kierunku ulepszeń i nowatorskich rozwiązań. • Dbanie o aktualność strony internetowej, a zwłaszcza działu poświęconemu relacjom inwestorskim. • Docieranie do inwestorów poprzez zaangażowanie w mediach społecznościowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań własnych oraz SEG 2018.

Pierwszoplanowe znaczenia dla relacji inwestorskich ma sprawne funkcjonowanie całego systemu obiegu informacji giełdowej. Spółka musi stać się bardziej transparentna i otwarta na spotkania z interesariuszami. Tabela 7 prezentuje przewidywane zmiany w zakresie postrzegania wybranych elementów po wprowadzeniu proponowanych rekomendacji.

Tabela 7. Przewidywane zmiany po wprowadzeniu rekomendacji IR

Sytuacja przed wprowadzeniem zmian	Sytuacja po wprowadzeniu zmian
Skupienie głównie wokół wielkości firmy i płynności akcji.	Główny nacisk na wyniki finansowe i przyszłą sytuację spółki.
Niepewność akcjonariuszy co do przyszłych wyników finansowych z powodu braku informacji ze spółki.	Dobra wiedza inwestorów oparta na rzetelnych prognozach spółki. Wystarczająca ilość informacji do przeprowadzenia własnych symulacji prognoz.
Brak określonej długookresowej strategii firmy określającej kierunek rozwoju.	Rzetelnie i klarownie sformułowana długookresowa strategia firmy, wyznaczająca kierunek rozwoju.
Faworyzowanie akcjonariusza dominującego, nieznaczna rola akcjonariuszy indywidualnych.	Jednakowe podejście do różnych grup akcjonariuszy uwzględniające specyficzne potrzeby informacyjne jednych jak i drugich.
Niewielka przejrzystość sprawozdań finansowych. Brak komentarzy i interpretacji zaprezentowanych wyników przez Zarząd spółki.	Wysoka jakość publikowanych sprawozdań finansowych. Dołączone komentarze do wszystkich wyników. Dostępność w formacie XBRL.
Niewielkie zaufanie do zarządu, z którym akcjonariusze nie mają żadnego kontaktu.	Wysoka ocena działań i kompetencji zarządu. Wspieranie i popieranie przez akcjonariuszy podejmowanych decyzji zarządu.
Błędne przekonanie, że wyniki finansowe spółki są wypadkową czynników zewnętrznych.	Działania zarządu mają ogromny wpływ na wyniki firmy.
Znikoma liczba organizowanych spotkań z inwestorami i analitykami. Oskarżenia o faworyzowanie wybranych grup inwestorów – głównie tych większych.	Zadawalająca ilość spotkań z kadłą zarządzającą. Stała komunikacja i możliwość dialogu z osobami decyzyjnymi w spółce. Brak zarzutów odnośnie wybiórczego traktowania inwestorów.
Uboga w materiały i informacje strona internetowa spółki. Komunikacja za pomocą mediów społecznościowych w ograniczonym zakresie.	Strona WWW wzbogacona o wiele opracowań, materiałów i informacji wpływających na kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Stała komunikacja za pomocą mediów społecznościowych dostarczająca bieżące informacje.
Wiele braków informacyjnych po stronie spółki.	Kompleksowa polityka informacyjna.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Krug 2011, s. 214.

Głównym zadaniem jest reprezentowanie spółki na zewnątrz, dlatego niezwykle istotne jest uwydatnienie pracy Zarządu. Przyjęcie wyżej wymienionych rekomendacji przyczynić się może do zmiany postrzegania spółki z zamkniętej na otwartą i prowadzenia ciągłego dialogu z rynkiem. Ponadto można w ten sposób

uzyskać zaufanie inwestorów, co może wpłynąć bezpośrednio na reputację spółki na rynku kapitałowym. Należy dodać, iż będzie miało wpływ na płynność obrotu i wzrost kursu akcji.

Zakończenie

Biorąc pod uwagę zmiany zachodzące w gospodarce i na rynkach finansowych, relacje inwestorskie przestają być narzędziem, który raportuje tylko wartość spółki, a stają się jej generatorem. Wymusza to więc na spółkach wprowadzenie zmian, dzięki którym kreowanie tej wartości będzie możliwe.

Głównym celem podjęcia tematyki niniejszego rozważania było ustalenie obecnego stanu relacji inwestorskich w Polsce. Przeprowadzone badania ankietowe wśród 160 polskich inwestorów indywidualnych potwierdza, iż relacje inwestorskie są na przeciętnym poziomie. Szansą na poprawę tej oceny są spółki przywiązujące coraz większą uwagę nie tylko do przekazywanych treści, ale także form komunikacyjnych. Priorytetem dla spółek powinno być zastępowanie tradycyjnych form i narzędzi komunikacji, nowoczesnymi rozwiązaniami technologicznymi. Takie działania dają szansę dotarcia do większego grona odbiorców przy relatywnie niskich kosztach, dostarczając tym wymaganych przez inwestorów informacji.

Należy zaznaczyć, iż zachodzące zmiany na rynku kapitałowym wymuszają ciągłą potrzebę dostosowywania się spółek do nowych i kompleksowych wymogów informacyjnych otoczenia biznesowego. Zarządy spółek muszą być świadome wyzwań związanych z komunikacją z rynkiem, gdyż ze względu na to co obecnie wydaje się nieobowiązkowe w tym zakresie, może wkrótce okazać się zestawem całkowicie rutynowych i niezbędnych działań w dialogu z interesariuszami.

Autorzy zaproponowali nowoczesną koncepcję prowadzenia relacji inwestorskich. Wspomniana propozycja może pozytywnie wpłynąć na sytuację samej spółki, ale także na wzmocnienie polskiego rynku finansowego na tle rynków europejskich. Natomiast wskazana przez Autorów eliminacja słabości polskiego rynku kapitałowego może korzystnie wpłynąć na funkcjonowanie spółek w coraz bardziej wymagających warunkach biznesowych i rynkowych.

Rola relacji inwestorskich wzrasta wraz z rozwojem rynków kapitałowych. Spółki giełdowe walczą ze sobą o kapitał należący do inwestora, a relacje inwestorskie stają się doskonałym narzędziem do uzyskania przewagi. Warto też zauważyć, że z biegiem lat diametralnie wzrosło ich znacznie jako generatora wartości spółki. Przedsiębiorstwa, które dostrzegają potencjał w relacjach z inwestorami, znacznie szybciej są w stanie zdobywać czołowe pozycje w walce o kapitał. Jednakże prowadzona polityka informacyjna spółek w zakresie komunikacji

z inwestorami znacząco odbiega od ich wymagań co zostało wspomniane w niniejszym artykule. Właśnie dlatego niezwykle istotne staje się przedstawianie transparentnych, aktualnych i jakościowych informacji na stronach spółek. Tworzenie zakładek z informacjami o relacjach inwestorskich jest udogodnieniem do wyszukiwania informacji o konkretnej firmie. Wdrożenie nowych technologii to również krok w stronę rozwoju IR w Polsce. Korzystanie z *social media* staje się codziennością, dlatego też spółki powinny podążać za obecnymi trendami. Co więcej, tworzenie interaktywnych sprawozdań finansowych to kolejny atut spółki, która może być przykładem innowacyjnego przedsiębiorstwa, które śledzi możliwości rozwoju technologicznego na różnych poziomach swojej działalności. Warto zauważyć, iż przeprowadzone badania wśród grupy 160 inwestorów indywidualnych wskazuje, że właśnie w polskich firmach brakuje technologii. Oznacza to, że firmy mają potrzebę rozwoju, ale prawdopodobnie nie wiedzą, jak mogłyby zmienić a przede wszystkim rozwinąć swoje aktywności rynkowe, aby być bardziej wiarygodnym podmiotem.

Kluczowa dla dalszego rozwoju relacji inwestorskich jest zależność między notowaniem coraz to wyższej wartości akcji i stosowaniem prawidłowej polityki relacji inwestorskich przez spółki giełdowe. Wynika to z faktu, że rynek znacznie wyżej wycenia spółki transparentne, otwarte na środowisko inwestorskie. Inwestorzy chcą mieć pewność, że wyceniają spółkę na podstawie rzetelnych informacji, co odzwierciedla prawdziwą wartość. Otoczenie inwestorskie jest skłonne zapłacić dużą premię w postaci wyższego kursu akcji, w zamian za wiarygodne i przejrzyste informacje. Zarządy spółek oraz departamenty IR mogą upatrywać w tym swojej szansy na pozyskanie tańszego dopływu kapitału z giełdy.

Podsumowując, tylko spółki będące w stanie dostosować się do zmieniających się trendów, mają szansę na przetrwanie na wymagających rynkach finansowych. Dzięki relacjom inwestorskim na współczesnym rynku kapitałowym mogą wpłynąć na swój wizerunek, zbudować zaufanie do zarządu, zwiększyć satysfakcję akcjonariuszy, a w rezultacie wpłynąć na wzrost kursu akcji i optymalną wycenę swojej spółki.

Bibliografia

- Agarwal V., Taffler R.J., Bellotti X., Nash E.A. (2016), *Investor relations, information asymmetry and market value*, „Accounting and Business Research”, 46(1), s. 31–50.
- Almaşi R., Gomoi B.C., Cuc L.D. (2015), *The financial communication and the accounting – audit – valuation trinomial*, „Journal of Economics and Business Research”, 21(2).

- Andrzejewski P., Kot, W. (2006), *Medialne public relations*. Poznań: Wydawnictwo Forum Naukowe, s. 45.
- Bassen A., Basse Mama J. (2016), *Neglected disciplinary effects of investor relations: evidence from corporate cash holdings*, „Journal of Business Economics”, 87(2).
- Cole B. (2004), *The New Investor Relations*. USA: Bloomberg Press.
- Corbin J. (2004), *Investor Relations: The Art of Communicating Value*. USA: Thomson/Aspatore.
- Czerwińska T. (2004), *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytet Gdański, s. 233.
- Đorđević B., Đorđević M., Stanujkić D. (2012), *Investor relations on the internet: analysis of companies on Serbian stock market*, „Economic Annals”, 67(193), s. 113–132.
- Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie: ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 16, 29, 31.
- Dziawgo L. (2009), *Spoleczna odpowiedzialność biznesu i relacje inwestorskie jako wyzwania dla współczesnej bankowości komercyjnej*. Warszawa: SGH, s. 222.
- EY (2018), *Taking it to heart*, [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Taking_it_to_heart/\\$FILE/ey-taking-it-to-heart-ir-survey.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Taking_it_to_heart/$FILE/ey-taking-it-to-heart-ir-survey.pdf) (data dostępu: 20.05.2020).
- FEE (2015), *The Future of Corporate Reporting – creating the dynamics for change*, https://www.accountancyeurope.eu/wp-content/uploads/FEECogitoPaper_-_TheFutureofCorporateReporting.pdf (data dostępu: 20.05.2020).
- Gajewski J.-F., Li L. (2015), *Can internet-based disclosure reduce information asymmetry?* „Advances in Accounting”, 31(1).
- Goban-Klas T. (1997), *Public Relations, czyli promocja reputacji: pojęcia, definicje, uwarunkowania*. Warszawa: Business Press, s. 35.
- Hoffmann A.O.I., Pennings J.M.E., Wies S. (2010), *The Role of Marketing in Managing Investor Relations*. Conference: 32nd INFORMS Marketing Science Conference.
- Hoffmann C.H, Fieseler C.H. (2014), *Investor relations beyond financials. non-financial factors and capital market image building*, „Corporate Communications: An International Journal”, 17, s. 138–155.
- Hoffmann C.P., Fieseler, C. (2012), *Investor relations beyond financials*, „Corporate Communications: An International Journal”, 17(2), s. 138–155.
- Hoffmann C.P., Bronn P.S., Fieseler C. (2016), *A good reputation: protection against shareholder activism*, „Corporate Reputation Review”, 19(1).
- Hutchins H.R. (2005), *Investor Relations – Encyclopedia of Public Relations*. California: Sage Publishing, Thousand Oaks, s. 445.

- Kim T., Jeon S. (2015), *The Effect of Investor Relations on Corporate Bond Credit Rating*, „Academy of Accounting and Financial Studies Journal”, 19(1), s. 198–208.
- Krawczyk S. (2015), *Trendy w relacjach inwestorskich*. Warszawa: ITBC Communication.
- Krug A. (2010), *Relacje inwestorskie we współczesnej spółce giełdowej*. Warszawa: Wydawnictwo Poligraf, s. 9, 51–52, 54.
- Łukasik G. (2013), *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*. Warszawa: Difin.
- Marcus B. (2005), *Competing for Capital – Investor Relations in a Dynamic World*. New York: John Wiley & Sons.
- NASDAQ (2000), *The Strategy and Practice of Investor Relations*. New York.
- National Investor Relations Institute (NIRI) (2020), <http://www.niri.org/about-niri> (data dostępu: 20.05.2020).
- Nel G.F., Brummer L.M. (2016), *The Development of a Measurement Instrument to Measure the Quality of Internet Investor Relations*, „South African Journal of Business Management”, 47(4), s. 15–26.
- Nel G.F., Smit E.v.d.M., Brummer L.M. (2019), *The Impact of Internet Investor Relations on the Cost of Capital: Evidence from Companies Listed on the Johannesburg Stock Exchange*, „Australian Accounting Review”, 88(29), s. 36–48.
- Niedziółka D. (2008), *Relacje Inwestorskie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 30.
- Nowak T., Wysocka K. (2020), *The direction of the development of investor relations on the Polish financial market*, Working Papers, Poznań University of Economics and Business, Poznań.
- Pierce T. (2010), *Investor Relations. A practical Guide*. London: London Stock Exchange, s. 5.
- Pozniak L., Bellanca S., Vullo F. (2016), *Determinants of internet financial communication: evidence from AIM Italia*, „International Advances in Economic Research”, 22(1).
- Seitel F.P. (2003), *Public Relations w praktyce*. Warszawa: Feiberg SJA, s. 504.
- Stabryła A. (2005), *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- State of Social Report (2019), <http://www.buffer.com/state-of-social-2019> (data dostępu: 20.07.2020).
- Taylor E.Z., Dzurainin A.C. (2010), *Interactive Financial Reporting: An Introduction to eXtensible Business Reporting Language (XBRL)*, „ISSUES IN ACCOUNTING EDUCATION, American Accounting Association”, 25(1), s. 71–83.
- The Stock Exchange of Thailand (2014), *IR as a Value-Creation Strategy*, <https://www.setsustainability.com/download/azqp4xc7nmofejd> (data dostępu: 20.05.2020).

- Tworzydło D. (2008), *Public Relations. Znaczenie społeczne i kierunki rozwoju*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 270, 272.
- Usarkiewicz P. (2003), *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*. Warszawa: Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, s. 113.
- Valentine D.R. (2015), *Online Marketing to Investors: How to Develop Effective Investor Relations*. New York: Business Expert Press.

Streszczenie

Relacje inwestorskie są istotnym narzędziem zarządzania strategicznego w przedsiębiorstwie. Odpowiednia komunikacja między podmiotami występującymi na rynku oraz efektywne ustalanie kwestii finansowo-ekonomicznych między spółkami i inwestorami to główne obszary ich działania. Celem artykułu jest przedstawienie stanu relacji inwestorskich w Polsce. Dokonano przeglądu polskich i anglojęzycznych pozycji literaturowych. Skupiono uwagę na istocie, celach i narzędziach relacji inwestorskich. Najlepsze wyniki na współczesnym rynku kapitałowym osiągają wyłącznie spółki, które angażują się w nowe rozwiązania technologiczne wykorzystywane, np. videokonferencje, conference call, telekonferencje, Facebook, Twitter. Przeprowadzone badanie ankietowe wśród polskich inwestorów indywidualnych wskazuje jakie preferencje informacyjne i wymagania mają inwestorzy w Polsce. Co więcej, analiza odpowiedzi inwestorów ukazała, iż temat jest ważny i aktualny, lecz w Polsce świadomość o relacjach inwestorskich jest na przeciętnym poziomie. Autorzy wskazali rozwiązania, które mogłyby przyczynić się do zwiększenia zaangażowania polskich spółek giełdowych w komunikację wykorzystując nowe technologie. Autorzy wskazali dostępne na rynku kapitałowym modele IR, a przede wszystkim zarekomendowali współczesny model relacji inwestorskich z konkretnymi propozycjami zmian. Przeprowadzone badanie własne potwierdza, iż spółki zauważają jak ważne są nowe technologie, natomiast nie wdrażają ich do swojej działalności. Z jednej strony chcą się rozwijać i przekazywać otoczeniu biznesowemu transparentne i aktualne informacje, a z drugiej strony przyzwyczaili się do tradycyjnego modelu i nie chcą angażować się w nowinki technologiczne.

Słowa kluczowe: relacje inwestorskie, rynek kapitałowy, inwestorzy, narzędzia IR

JEL: E22, F60, G24

Summary

Analysis of investor relations on the stock market in Poland

Investor relations are an important tool for strategic management in a company. Appropriate communication between the entities present on the market and effective determination of financial and economic issues between companies and investors are the main areas of their activity. The aim of this article is to present the state of investor relations in Poland. A review of Polish and English language literature has been made. It focuses on the essence, objectives and tools of investor relations. The best results on the contemporary capital market are achieved only by companies that engage in new technological solutions used, e.g. videoconferencing, conference call, teleconferences, Facebook, Twitter. The survey conducted among Polish individual investors indicates what information preferences and requirements investors in Poland have. What is more, the analysis of investors' answers showed that the topic is important and current, but in Poland the awareness of investor relations is on an average level. The authors indicated solutions that could contribute to increasing the involvement of Polish listed companies in communication using new technologies. The authors pointed out the IR models available on the capital market, and recommended a modern model of investor relations with specific proposals for change. The authors' own research confirms that companies notice the importance of new technologies, but do not implement them in their operations. On the one hand, they want to develop and provide the business environment with transparent and up-to-date information, and on the other hand, they are used to the traditional model and do not want to get involved in technological innovations.

Keywords: investor relations, capital market, investors