

JOANNA DMITRUK

## MODELE PROWADZENIA RELACJI INWESTORSKICH W SPÓLKACH NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

**Słowa kluczowe:** relacje inwestorskie, rynek kapitałowy, spółki giełdowe

**Keywords:** investor relations, capital market, listed companies

**Klasyfikacja JEL:** D21, G11, G14, M14

### Wprowadzenie

Relacje inwestorskie są nieodłącznym elementem funkcjonowania współczesnego rynku kapitałowego. W najwęższym ujęciu sprowadzają się do wypełniania przez spółki giełdowe obowiązków informacyjnych, związanych głównie ze sprawozdawczością finansową i udostępnianiem informacji wymaganych przepisami prawa. W ujęciu szerszym relacje inwestorskie oznaczają ukierunkowaną i aktywną działalność przedsiębiorstw (zarówno obecnych na giełdzie, jak i zmierzających do tego), mającą na celu osiągnięcie transparentności i zapewnienie równego dostępu do informacji wszystkim zainteresowanym grupom odbiorców.

Relacje inwestorskie odgrywają szczególną rolę zarówno dla przedsiębiorstw, gdyż ich zasadniczym celem jest osiągnięcie transparentności (przejrzystości), jak i dla zainteresowanych grup odbiorców, ponieważ umożliwiają im podejmowanie decyzji inwestycyjnych.

Przejrzystość przedsiębiorstwa możliwa do uzyskania dzięki skutecznie prowadzonym relacjom inwestorskim stanowi wartość dodaną dla spółki giełdowej, co w efekcie prowadzi do zwiększonej płynności akcji, rzetelnej wyceny wartości, zmniejszenia kosztów pozyskania kapitału, a także wzrostu zaufania do zarządu oraz osiągnięcia pożądanej reputacji<sup>1</sup>.

Celem opracowania jest przedstawienie koncepcji pomiaru poziomu relacji inwestorskich i autorskiej metody klasyfikacji spółek giełdowych według modeli prowadzenia IR.

---

<sup>1</sup> D.A. Niedziółka: *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 4.

## Zagadnienia metodologiczne

W artykule zaprezentowano wyniki badań własnych, przeprowadzonych w 2011 roku. Obiektem badań były spółki publiczne, notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i spełniające jednocześnie następujące kryteria:

- niezmiennie należały do indeksów cenowych: WIG20, mWIG40 i sWIG80 w latach 2007–2011 (z możliwością rotacji),
- należały do indeksu narodowego WIG-Poland,
- należały do jednego z jedenastu indeksów sektorowych (banki, budownictwo, chemia, deweloperzy, energia, informatyka, media, paliwa, spożywczy, surowce, telekomunikacja).

W wyniku analizy z zastosowaniem określonych kryteriów do badań empirycznych zakwalifikowano 33 przedsiębiorstwa.

Koncepcja pomiaru poziomu relacji inwestorskich została opracowana według metodyki Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych<sup>2</sup>. Na podstawie dostępnej literatury i wyników badań własnych koncepcję tę zmodyfikowano, uwzględniając w niej standardy społecznej odpowiedzialności biznesu.

W pracy przyjęto założenie, że analizę poziomu relacji inwestorskich umożliwia wyodrębnienie czterech obszarów tematycznych, co zaprezentowano na rysunku 1.



Rysunek 1. Obszary tematyczne w koncepcji pomiaru relacji inwestorskich

Źródło: opracowanie własne na podstawie metodyki Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

Pierwszym obszarem badania poziomu relacji inwestorskich była analiza zawartości merytorycznej serwisów internetowych spółek. Drugi obszar dotyczył kontaktu bezpośredniego, związanego z reakcją na skierowane do przedstawicieli IR spółek za pomocą poczty elektronicznej zapytanie, dotyczące możliwości uzyskiwania informacji na temat udostępnianych przez nie raportów. Kolejne dwa obszary natomiast dotyczyły informacji finanso-

<sup>2</sup> [www.sii.org.pl](http://www.sii.org.pl) (11.07.2011).

Tabela 1

## Wskaźniki szczegółowe w koncepcji pomiaru poziomu relacji inwestorskich

Lp.	Obszar tematyczny	Wskaźnik szczegółowy	
1.	Zwartość merytoryczna stron www spółek giełdowych	strona w języku angielskim	
		strona w dodatkowym języku obcym	
		pełny kontakt do działu relacji inwestorskich	
		raporty finansowe i okresowe	
		dokumenty korporacyjne	
		struktura akcjonariatu	
		newsletter dla inwestorów	
		informacje o zarządzie spółki	
		kontakt do analityków	
		informacje o ładzie korporacyjnym	
		informacje prasowe	
		notowania akcji spółki	
		kalendarium inwestora	
		prezentacje o spółce	
		strategia/misja/wizja spółki	
		prognozy finansowe	
multimedia (video i telekonferencje)			
informacje dodatkowe (linki, FAQ)			
polityka dywidendy			
2.	Kontakt bezpośredni	szybkość reakcji	
		jakość odpowiedzi	
		życzliwość odpowiedzi	
3.	Informacje finansowe	Raporty roczne	kolorowa wersja raportu
			pismo prezesa zarządu
			czynniki wpływające na wynik finansowy
			informacje o rynkach zbytu
			perspektywy rozwoju
		Raporty kwartalne	opis istotnych dokonań/niepowodzeń
			czynniki wpływające na wynik finansowy
			informacje o akcjonariacie
		Prognozy finansowe	perspektywy rozwoju
4.	Informacje pozafinansowe	Ład korporacyjny (CG)	informacje o przestrzeganiu zasad CG
			komentarz do każdej z zasad
		CSR	obecność w RESPECT Index
		sporządzanie odrębnych raportów CSR	

Źródło: opracowanie własne na podstawie metodyki Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

wych i pozafinansowych, zawartych w skonsolidowanych raportach rocznych i kwartalnych badanych przedsiębiorstw.

Na podstawie metodyki Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych do każdego obszaru tematycznego oceny relacji inwestorskich dobrano wskaźniki szczegółowe, które zaprezentowano w tabeli 1.

Ponadto wszystkim obszarom tematycznym relacji inwestorskich nadano stopień ważności<sup>3</sup>, wynikający z charakteru informacji przekazywanych przez spółki giełdowe w ramach IR, co zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2

Wagi dla obszarów tematycznych w koncepcji pomiaru poziomu relacji inwestorskich (%)

Lp.	Obszar tematyczny pomiaru IR	Wagi
1.	Informacje finansowe	40
2.	Kontakt bezpośredni	25
3.	Zawartość merytoryczna stron WWW	25
4.	Informacje pozafinansowe	10

Źródło: opracowanie własne na podstawie metodyki Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

Jak wynika z tabeli 2, najwięcej punktów badane spółki mogły uzyskać w obszarze informacji finansowych, zawartych w publikowanych przez nie raportach finansowych i okresowych. Wagi dla kontaktu bezpośredniego i zawartości merytorycznej stron internetowych wynosiły odpowiednio po 25%. Najmniejszą liczbę punktów w koncepcji pomiaru poziomu relacji inwestorskich badane spółki mogły uzyskać w zakresie udostępnianych informacji pozafinansowych, dotyczących ładu korporacyjnego (*Corporate Governance* – CG) i społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR).

### **Modele prowadzenia relacji inwestorskich w badanych spółkach giełdowych – wyniki badań**

W wyniku analizy z zastosowaniem określonych kryteriów do badań zakwalifikowano 33 spółki giełdowe, które zidentyfikowano pod względem przynależności do indeksów cenowych i sektorowych w latach 2007–2011.

Z przeprowadzonych badań wynika, że najbardziej stabilną pozycją wyróżniały się spółki reprezentujące indeks WIG20, a najmniej – indeks małych spółek giełdowych – sWIG80. Jedynie 18 spośród badanych przedsiębiorstw niezmiennie utrzymało swoją pozycję w określonym indeksie cenowym. Były to spółki charakteryzujące się wysoką kapitalizacją rynkową i posiadające udziały Skarbu Państwa w strukturze akcjonariatu. Z prze-

<sup>3</sup> Wagi nadano na podstawie metodyki Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

prowadzonej analizy wynika także, że najwięcej spośród badanych spółek reprezentowało sektor bankowy.

Tabela 3

Wyniki analizy informacji udostępnianych przez badane spółki giełdowe w czterech obszarach tematycznych koncepcji pomiaru poziomu relacji inwestorskich

Lp.	Obszar tematyczny	Wskaźnik szczegółowy	Liczebność (N = 33)	Odsetek (%)		
1.	Zawartość merytoryczna stron www spółek giełdowych	zamieszczanie raportów finansowych	33	100,0		
		informacje o zarządzie spółki	33	100,0		
		informacje o ładzie korporacyjnym	33	100,0		
		informacje prasowe	33	100,0		
		strona w języku angielskim	32	96,7		
		struktura akcjonariatu	32	96,7		
		notowania akcji spółki	30	90,9		
		kalendarium inwestora	30	90,9		
		prezentacje o spółce	30	90,9		
		dokumenty korporacyjne	27	81,8		
		informacje dodatkowe (linki, FAQ)	26	78,8		
		pełny kontakt do działu IR	25	75,7		
		strategia/misja/wizja spółki	23	69,7		
		newsletter dla inwestorów	19	57,6		
		kontakt do analityków	19	57,6		
		multimedia (video i telekonferencje)	18	54,5		
		polityka dywidendy	15	45,4		
		2.	Kontakt bezpośredni	czas reakcji	poniżej 1 h	10
1–24 h	13				39,3	
powyżej 24 h	5				15,2	
brak odpowiedzi	5				15,2	
jakość odpowiedzi	wysoka			14	50,0	
	dostateczna			11	39,3	
	niedostateczna			3	10,7	
życzliwość odpowiedzi	wysoka			17	60,7	
	dostateczna			11	39,3	
	niedostateczna			0	0,0	
3.	Informacje finansowe			prognozy finansowe	22	66,7
				raporty roczne	20	60,6
		raporty kwartalne	19	57,6		
4.	Informacje pozafinansowe	ład korporacyjny	32	96,7		
		raporty CSR	22	66,7		
		obecność w RESPECT Index	14	42,2		

Źródło: badania własne.

Na podstawie ankiety przygotowanej według przyjętej koncepcji pomiaru poziomu relacji inwestorskich dokonano analizy informacji udostępnianych przez badane spółki giełdowe w czterech obszarach tematycznych, a wyniki zaprezentowano w tabeli 3.

Na podstawie analizy poszczególnych obszarów tematycznych pomiaru poziomu relacji inwestorskich, z uwzględnieniem stopni ich ważności, dokonano punktacji badanych spółek giełdowych i sporządzono ich ranking. Dodatkowo przyjęto, że badane spółki można podzielić na trzy grupy według poziomu relacji inwestorskich:

- poziom wysoki (85,1–100,0% punktów),
- poziom średni (80,0–85,0% punktów),
- poziom niski (poniżej 79,9% punktów).

Dokładne dane na temat wyników oceny badanych spółek giełdowych w czterech obszarach tematycznych koncepcji pomiaru relacji inwestorskich zaprezentowano w tabeli 4.

Tabela 4

Wyniki oceny badanych spółek giełdowych w czterech obszarach tematycznych koncepcji pomiaru relacji inwestorskich

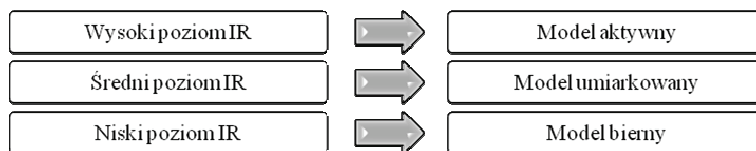
Lp.	Spółka	Liczba punktów (%)	Poziom relacji inwestorskich
1	2	3	4
1.	Netia	98,3	wysoki
2.	PKN Orlen	98,3	wysoki
3.	Budimex	96,5	wysoki
4.	PBG	95,0	wysoki
5.	PGNiG	94,7	wysoki
6.	Millennium	89,8	wysoki
7.	KGHM	88,3	wysoki
8.	Agora	88,2	wysoki
9.	Echo	88,1	wysoki
10.	Comarch	86,0	wysoki
11.	TVN	86,0	wysoki
12.	TP SA	85,7	wysoki
13.	BPH	85,5	wysoki
14.	Handlowy	83,8	średni
15.	Lotos	83,1	średni
16.	PKO BP	83,0	średni
17.	ATM	82,3	średni
18.	Synthos	82,2	średni
19.	PEKAO	82,1	średni
20.	BRE	81,8	średni
21.	Puławy	80,6	średni
22.	Ciech	80,0	średni

1	2	3	4
23.	Polaqua	80,0	średni
24.	JWConstruction	79,4	niski
25.	Elbudowa	77,6	niski
26.	PEP	73,3	niski
27.	Kredyt Bank	69,1	niski
28.	ING BSK	65,6	niski
29.	PolimexMS	59,8	niski
30.	Police	57,2	niski
31.	Kogeneracja	56,3	niski
32.	Assecopol	49,0	niski
33.	Mostalwar	45,4	niski

Źródło: badania własne.

Z informacji przedstawionych w tabeli 4 wynika, że najczęściej spośród badanych spółek giełdowych charakteryzowało się wysokim poziomem relacji inwestorskich. W grupie spółek o średnim i niskim poziomie IR znalazło się odpowiednio po 10 przedsiębiorstw.

Podczas badań przyjęto założenie, że poziom relacji inwestorskich badanych spółek giełdowych odpowiadał modelowi prowadzenia IR. W związku z tym wysoki poziom relacji inwestorskich oznaczał model aktywny, poziom średni – model umiarkowany, a poziom niski odpowiadał biernemu modelowi prowadzenia relacji inwestorskich. Graficzną ilustrację przyjętej koncepcji przedstawiono na rysunku 2.



Rysunek 2. Poziom a modele relacji inwestorskich

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie materiału badawczego sporządzono zestawienie badanych spółek giełdowych według modelu prowadzenia relacji inwestorskich, co przedstawiono w tabeli 5.

W oparciu o informacje zgromadzone na podstawie wyników pomiaru poziomu i identyfikacji modeli relacji inwestorskich w badanych spółkach giełdowych, dokonano analizy z uwzględnieniem przynależności badanych przedsiębiorstw do indeksów cenowych, sektorowych i indeksu RESPECT w 2011 roku. Szczegółowe dane na ten temat zaprezentowano w tabeli 6.

Tabela 5

Zestawienie badanych spółek według modelu prowadzenia relacji inwestorskich

Modele relacji inwestorskich			
Lp.	Model aktywny	Model umiarkowany	Model bierny
1.	Netia	Handlowy	JWConstruction
2.	PKN Orlen	Lotos	Elbudowa
3.	Budimex	PKO BP	PEP
4.	PBG	ATM	Kredyt Bank
5.	PGNiG	Synthos	ING BSK
6.	Millennium	PEKAO	PolimexMS
7.	KGHM	BRE	Police
8.	Agora	Puławy	Kogeneracja
9.	Echo	Ciech	Assecopol
10.	Comarch	Polaqua	Mostalwar
11.	TVN		
12.	TP SA		
13.	BPH		

Źródło: badania własne.

Tabela 6

Badane spółki giełdowe według modelu prowadzenia relacji inwestorskich, indeksów cenowych, indeksów sektorowych oraz indeksu RESPECT w 2011 roku

Lp.	Spółka	Model IR	Indeks cenowy	Indeks sektorowy	Indeks RESPECT
1	2	3	4	5	6
1.	Agora	aktywny	mWIG40	media	–
2.	BPH	aktywny	sWIG80	banki	–
3.	Budimex	aktywny	mWIG40	budownictwo	✓
4.	Comarch	aktywny	sWIG80	informatyka	–
5.	Echo	aktywny	mWIG40	deweloperzy	–
6.	KGHM	aktywny	WIG20	surowce	✓
7.	Millennium	aktywny	mWIG40	banki	✓
8.	Netia	aktywny	mWIG40	telekomunikacja	✓
9.	PBG	aktywny	WIG20	budownictwo	✓
10.	PGNiG	aktywny	WIG20	paliwa	✓
11.	PKN Orlen	aktywny	WIG20	paliwa	✓
12.	TP SA	aktywny	WIG20	telekomunikacja	✓
13.	TVN	aktywny	WIG20	media	–
14.	ATM	umiarkowany	sWIG80	informatyka	–
15.	BRE	umiarkowany	WIG20	banki	✓
16.	Ciech	umiarkowany	mWIG40	chemia	–



1	2	3	4	5	6
17.	Handlowy	umiarkowany	WIG20	banki	✓
18.	Lotos	umiarkowany	WIG20	paliwa	✓
19.	PEKAO	umiarkowany	WIG20	banki	–
20.	PKO BP	umiarkowany	WIG20	banki	–
21.	Polaqua	umiarkowany	sWIG80	budownictwo	–
22.	ZA Puławy	umiarkowany	mWIG40	chemia	–
23.	Synthos	umiarkowany	mWIG40	chemia	–
24.	Assecopol	bierny	WIG20	informatyka	–
25.	Elbudowa	bierny	mWIG40	budownictwo	✓
26.	ING BSK	bierny	mWIG40	banki	✓
27.	JWConstruction	bierny	sWIG80	deweloperzy	–
28.	Kogeneracja	bierny	sWIG80	energia	–
29.	Kredyt Bank	bierny	mWIG40	banki	✓
30.	Mostalwar	bierny	sWIG80	budownictwo	–
31.	PEP	bierny	sWIG80	energia	–
32.	Police	bierny	sWIG80	chemia	–
33.	PolimexMS	bierny	mWIG40	budownictwo	–

Źródło: badania własne.

Na podstawie informacji przedstawionych w tabeli 6 można stwierdzić, że wśród przedsiębiorstw o aktywnym i umiarkowanym modelu relacji inwestorskich większość spółek notowana była w cenowym indeksie WIG20 lub mWIG40. W przypadku biernego modelu relacji inwestorskich najwięcej spółek należało do cenowego indeksu sWIG80. Można zatem sformułować wniosek, że istniała zależność między modelem prowadzenia relacji inwestorskich a kapitalizacją spółek giełdowych, wyrażoną przynależnością do określonego indeksu cenowego.

Ponadto zaobserwowano, że istniała zależność między modelem prowadzenia relacji inwestorskich a przynależnością badanych spółek do indeksu RESPECT. Aż 8 spośród 13 spółek charakteryzujących się aktywnym modelem IR należało w 2011 roku do omawianego indeksu.

Badane spółki analizowano również w kierunku zależności między modelem prowadzenia relacji inwestorskich a przynależnością do indeksów sektorowych. Na podstawie zgromadzonych informacji można stwierdzić, że zależność taka nie występowała.

## Podsumowanie i wnioski

Na podstawie wyników badań zaprezentowanych w artykule można stwierdzić, że wśród spółek giełdowych widoczny jest trend dotyczący budowania modelu relacji inwestorskich zakładającego aktywną i nowoczesną formę komunikacji ze społecznością finansową. Większość badanych przedsiębiorstw udostępniała za pomocą różnych narzędzi informacje wykraczające poza te, które wymagane są przepisami prawa. Badane spółki

reprezentowały aktywną postawę wobec próby nawiązania kontaktu bezpośredniego oraz potrzeb odbiorców prowadzonej przez nie polityki komunikacyjnej.

Przeprowadzone badania pozwoliły także na sformułowanie wniosku, że wyższym poziomem relacji inwestorskich i jednocześnie aktywnym modelem IR wyróżniały się największe spółki giełdowe, należące do indeksu WIG20 oraz spółki funkcjonujące w składzie indeksu RESPECT. Zaobserwowana zależność świadczy o rosnącej popularyzacji koncepcji zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw, także tych, które funkcjonują na rynku giełdowym. Dla inwestorów natomiast skład indeksu RESPECT może stanowić wskazówkę podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Na podstawie przeglądu literatury i przeprowadzonych badań można sformułować stwierdzenie, że wyznacznikami nowoczesnych relacji inwestorskich, dostosowanych do współcześnie funkcjonującego rynku kapitałowego, są: wykraczanie poza obowiązki informacyjne, dostosowanie informacji do potrzeb odbiorców IR, a także wszechstronne wykorzystanie dostępnych narzędzi relacji inwestorskich, ze szczególnym uwzględnieniem Internetu.

## Literatura

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

[www.sii.org.pl](http://www.sii.org.pl).

*dr Joanna Dmitruk*  
*Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie*  
*Wydział Nauk Ekonomicznych*  
*Katedra Ekonomiki Edukacji, Komunikowania i Doradztwa*

## Streszczenie

Współczesny rynek finansowy nie mógłby spełniać swoich funkcji bez odpowiedniej komunikacji między podmiotami. Dwustronny proces komunikacji między spółkami giełdowymi a interesariuszami jest obszarem działania relacji inwestorskich (*Investor Relations* – IR). Podstawowe korzyści skutecznie prowadzonych relacji inwestorskich to redukcja kosztu pozyskania kapitału, wyższa płynność akcji i rzetelna wycena wartości spółki oraz zwiększenie poziomu zaufania i reputacji przedsiębiorstwa. W artykule zaprezentowano autorską koncepcję pomiaru poziomu relacji inwestorskich i klasyfikacji spółek giełdowych według modelu prowadzenia IR.

---

**MODELS OF INVESTOR RELATIONS IN COMPANIES LISTED  
ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

**Summary**

Modern financial market could not fulfill its function without adequate communication between operators. Two-way process of communication between listed companies and stakeholders is an area of investor relations (Investor Relations – IR). Key benefits of effectively conducted investor relations are: reduction of the cost of capital, higher liquidity, reliable valuation of the company, and the increase of trust and reputation level. This article presents the author's concept of measuring the level of investor relations and classification of listed companies, according to the model of IR.

