

Danuta Dziawgo

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

JAKOŚĆ RELACJI INWESTORSKICH W POLSCE – WYNIKI BADAŃ

Streszczenie: Celem opracowania jest prezentacja opinii uczestników rynku kapitałowego w Polsce na temat jakości relacji inwestorskich. W artykule przedstawiono wyniki badań uzyskane na czterech próbach badawczych: reprezentatywnej, indywidualnych inwestorów, analityków giełdowych *sell-side* oraz spółkach notowanych na GPW. Część badań przeprowadzono za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC. Wyniki wskazują, że społeczność finansowa oczekuje coraz szybciej coraz bardziej szczegółowych informacji, kładąc nacisk na informacje dotyczące przyszłości, a także intensywniejszy kontakt ze spółką. Informacje, które wzbudzają niedosyt, nie są związane z rachunkowością czy zawartością sprawozdań finansowych. Na tym tle zaproponowaną przez IASB i FASB zmianę dotyczącą zawartości i układu sprawozdania finansowego należy uznać za chybioną.

Słowa kluczowe: relacje inwestorskie, informacja, zaufanie.

1. Wstęp

W czasie ostatnich dwóch kryzysów finansowych, które nastąpiły w XXI w., bardzo ważne w uspokojeniu nastrojów i pewnej stabilizacji na rynku okazało się zaufanie. W różnego rodzaju opracowaniach i komentarzach, w różnych konfiguracjach używano określić: godny zaufania (*trustworthy*), transparentność, przejrzystość (*transparency*), ujawnienia (*disclosure*), pełna otwartość (*full disclosure*), ład korporacyjny (*corporate governance*), dobre praktyki (*good practices*).

W dyskusjach tych często podnoszono również kwestię jakości informacji finansowych udostępnianych przez spółki oraz szerzej – jakości komunikacji finansowo-ekonomicznej prowadzonej przez spółki w ramach relacji inwestorskich. Oceniono, że komunikacja ta nie jest dostosowana do wymagań współczesnych odbiorców informacji, co spowodowało zmiany w regulacjach prawnych wielu państw, zarówno w ramach tzw. twardego prawa, jak i w ramach tzw. miękkiego prawa (np. w zakresie ładu korporacyjnego). Szczególny nacisk położono przy tym na kwestie związane z ujawnieniami informacji.

Celem niniejszego opracowania jest prezentacja opinii uczestników rynku kapitałowego w Polsce na temat jakości relacji inwestorskich, a w tym jakości udo-

stępnianych informacji, a także określenie, czy w spółkach giełdowych występuje świadomość oczekiwań formułowanych przez uczestników rynku.

Aby osiągnąć ten cel, przeprowadzono badania ankietowe na próbach indywidualnych inwestorów, analityków giełdowych oraz spółkach, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Uzupełniono je o badanie przeprowadzone na reprezentatywnej próbie polskiego społeczeństwa, za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC.

2. Relacje inwestorskie – potrzeba transparentności

Problem asymetrii informacji od zawsze stanowił problem na rynku kapitałowym, przyczyniając się do występowania tzw. luki informacyjnej i wpływając na efektywność funkcjonowania rynku finansowego. Dlatego też tak ważnym zagadnieniem jest komunikacja finansowo-ekonomiczna spółek giełdowych prowadzona w ramach relacji inwestorskich. Ranga komunikacji finansowo-ekonomicznej realizowana w ramach relacji inwestorskich wzmocniona jest przepisami prawnymi. Przyjmuje się bowiem, że poziom publicznej otwartości firmy przyczynia się do redukcji kosztu pozyskania kapitału akcyjnego poprzez:

- redukcję asymetrii informacji między zarządzającymi a inwestorami,
- redukcję asymetrii informacji pomiędzy inwestorami,

co skutkuje m.in. redukcją poziomu szacowanego ryzyka inwestycyjnego, wzrostem płynności papierów wartościowych będących w obrocie oraz ułatwieniem adekwatnej wyceny rynkowej.

Zasada transparentności na rynku finansowym jest określana hasłem *much is known by many*. Popularność tego wyrażenia wzrosła w wyniku skandalu związanego z jakością sprawozdań finansowych na początku XXI w. i próbą przeciwdziałania w przyszłości podobnym zjawiskom za pomocą regulacji prawnych.

Znaczenie relacji inwestorskich na rynku stale ulega wzmocnieniu, także w ramach Unii Europejskiej, czego przykład stanowi przyjęta w 2004 r. tzw. *Transparency Directive*, oficjalnie przetłumaczona na język polski jako *Dyrektywa w sprawie przejrzystości*. Stwierdzono w niej m.in., że: „Ujawnienie precyzyjnych, wyczerpujących i aktualnych informacji o emitentach papierów wartościowych buduje trwałe zaufanie inwestorów i umożliwia opartą na odpowiednich informacjach ocenę ich wyników oraz aktywów. Wpływa to na poprawę ochrony inwestorów oraz skuteczności funkcjonowania rynku. W tym celu emitenci papierów wartościowych powinni zapewnić odpowiedni poziom przejrzystości danych w relacjach z inwestorami poprzez regularny przepływ informacji” [*Directive 2004*].

Na tym tle wartościowe wydaje się przeprowadzenie badań, w których adresaci informacji przekazywanych przez spółki sformułowałyby swoje oczekiwania oraz wskazali na występujące obecnie mankamenty we wzajemnej komunikacji.

Autorka przeprowadziła takie badania na przełomie lat 2009 i 2010 w odniesieniu do rynku polskiego. Ze względu na ich zakres oraz tematykę, badania te można

uznać za oryginalne. Chociaż z powodu braku reprezentatywności badanych prób dokonywanie uogólnień uzyskanych wniosków na całe badane populacje nie jest uprawnione, to z pewnością uzyskano interesujący materiał do analiz. Ponadto zidentyfikowano interesujące wątki, które mogą rozwinąć inni badacze rynku kapitałowego oraz relacji inwestorskich¹.

Badania przeprowadzono na trzech celowych próbach badawczych:

1) próbie celowej indywidualnych inwestorów, na którą składa się 416 osób. Badanie to podzielono na dwa etapy: I – badanie pilotażowe (62 inwestorów), II – badanie główne (354 inwestorów). Opinie pozyskano za pośrednictwem Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (SII) oraz firmy MillwardBrown SMG/KRC. Osoby inwestujące na giełdzie powyżej 10 lat stanowią 29% tej próby, natomiast o stażu 3-10 lat – 47% próby (łącznie 76% próby badawczej).

2) próbie celowej analityków giełdowych składającej się z 10 analityków giełdowych *sell-side*, w tym 2 zagranicznych. Dokonują oni analiz rynku polskiego, rynków wschodzących oraz rynku europejskiego. Próbę tę można uznać za próbę ekspercką.

3) próbie celowej spółek giełdowych składającej się z 36 spółek (zwrotność ankiety 10%; respondenci ci stanowią 30% spółek indeksu WIG20, 20% indeksu mWIG40, 9% indeksu sWIG80).

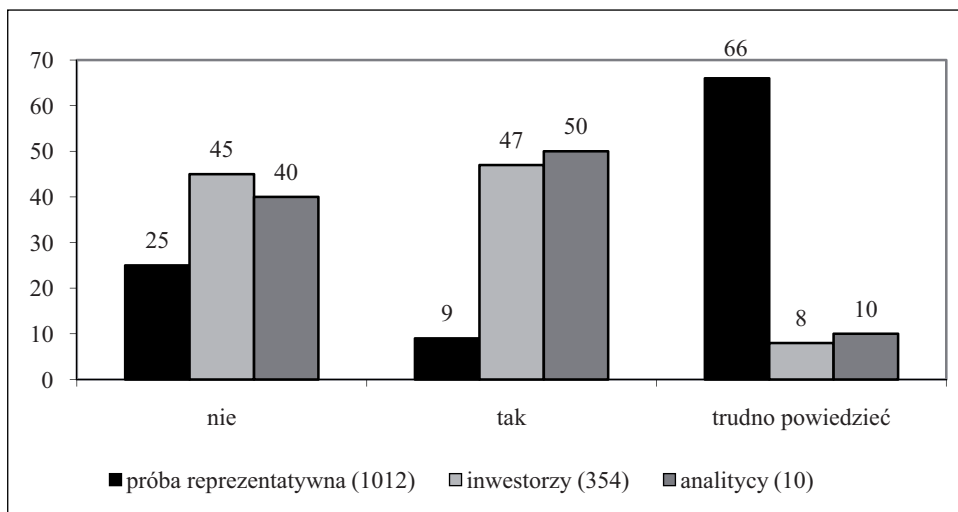
Ponadto badania te wzbogacono o opinie Polaków przeprowadzone na próbie reprezentatywnej, za pośrednictwem firmy MillwardBrown SMG/KRC we wrześniu 2009 r. Błąd statystyczny pomiaru wynosi $\pm 3,1\%$ przy wiarygodności oszacowania 95%. Do opracowania danych wykorzystano program PASW Statistics.

3. Zaufanie do spółek giełdowych

Fundamentalną kwestią dla jakości relacji inwestorskich jest zaufanie. Dlatego też od kwestii tej należy rozpocząć analizę jakości relacji inwestorskich w Polsce. Zagadnienie jakości komunikacji finansowej należy rozpocząć od kwestii zaufania, jakim darzone są spółki giełdowe, a co niewątpliwie związane jest z poziomem dotychczasowych relacji z inwestorami. Uzyskane wyniki powinny skłaniać do pogłębionej refleksji (rys. 1). Spośród badanych aż 45% indywidualnych inwestorów oraz 40% analityków stwierdziło, że spółki giełdowe nie zasługują na status spółek zaufania publicznego. W przypadku próby reprezentatywnej było to 25% w relacji do 9% opinii przeciwnej.

Opinie takie świadczą o wysokim poziomie krytycyzmu ze strony indywidualnych inwestorów oraz niezależnych i profesjonalnych obserwatorów rynku, za których niewątpliwie uznać można analityków giełdowych. Również ogólny poziom zaufania społeczeństwa do spółek giełdowych nie okazał się wysoki.

¹ Część prezentowanych wyników została zamieszczona w książce: [Dziawgo 2011].



Rys. 1. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy uważasz, że spółki giełdowe w Polsce zasługują na status spółki zaufania publicznego?” (%)

Źródło: badania własne.

Bardziej szczegółowa analiza próby indywidualnych inwestorów wskazuje na to, że wyrażana opinia nie jest zależna od: doświadczenia w zakresie inwestowania mierzonego liczbą lat inwestowania na giełdzie, poziomu wykształcenia czy wieku (tab. 1).

Tabela 1. Tabela krzyżowa zestawiająca odpowiedzi indywidualnych inwestorów na kwestię statusu spółek giełdowych jako spółek zaufania publicznego z liczbą lat inwestowania na giełdzie, wykształceniem, wiekiem, posiadaniem w portfelu inwestycyjnym akcji (liczba respondentów)

Wyszczególnienie	Czy spółki giełdowe w Polsce zasługują na status spółki zaufania publicznego?		
	nie	tak	ogółem
1	2	3	4
Liczba lat inwestowania na giełdzie			
Do 3 lat	47	46	93
3-10 lat	39	49	88
Powyżej 10 lat	61	57	118
Ogółem	147	152	299
Poziom wykształcenia			
Podstawowe	2	5	7
Zawodowe	4	3	7

Tabela 1, cd.

1	2	3	4
Średnie	49	58	107
Wyższe	102	99	201
Ogółem	157	165	322
Wiek			
18-20 lat	3	5	8
21-30 lat	46	58	104
31-40 lat	55	41	96
41-50 lat	36	40	76
51-60 lat	17	16	33
Od 61 lat	1	5	6
Ogółem	158	165	323
Posiadający w portfelu inwestycyjnym akcje			
Tak	140	144	284

Źródło: badania własne.

Bardziej szczegółowa analiza respondentów z próby reprezentatywnej wskazuje na to, że wyrażana opinia jest zależna od przynależności do grupy społeczno-zawodowej respondenta – niektóre grupy są bardziej krytyczne w tym względzie. Analiza pod względem wieku wykazała, że poziom krytycyzmu w tym zakresie rośnie wraz z wiekiem. Natomiast analiza ze względu na wykształcenie wykazała, że osoby z wykształceniem podstawowym są zdecydowanie najbardziej sceptyczne. Wydaje się, że można to przypisać ich brakowi wiedzy. W przypadku podziału pod względem osiąganego dochodu nie stwierdzono występowania wyraźnej prawidłowości. Jednocześnie jednak należy zauważyć, że w żadnej z analizowanych grup nie przeżyła opinia pozytywna – wszędzie dominują odpowiedzi negatywne (tab. 2).

Tabela 2. Tabela krzyżowa zestawiająca odpowiedzi respondentów z próby reprezentatywnej dla polskiego społeczeństwa na kwestię statusu spółek giełdowych jako spółek zaufania publicznego z: przynależnością do grupy społeczno-zawodowej, poziomem wykształcenia, wiekiem, dochodem gospodarstwa domowego (liczba respondentów)

Wyszczególnienie	Czy spółki giełdowe w Polsce zasługują na status spółki zaufania publicznego?			
	nie	tak	trudno powiedzieć	ogółem
1	2	3	4	5
Grupa społeczno-zawodowa				
Dyrektorzy, kierownicy	2	1	5	8
Przedsiębiorcy	7	3	13	23

1	2	3	4	5
Pracownicy administracyjno-biurowi	15	6	36	57
Wolne zawody	10	2	21	33
Nauczyciele	5	1	17	23
Pracownicy handlu i usług	30	13	92	135
Robotnicy	35	18	128	181
Rolnicy	14	5	41	60
Gospodynie domowe	16	5	31	52
Emeryci i renciści	59	13	143	215
Uczniowie i studenci	21	13	84	118
Bezrobotni	22	10	46	78
Odmowa odpowiedzi	8	2	19	29
Ogółem	244	92	676	1012
Poziom wykształcenia				
Podstawowe	48	8	141	197
Zawodowe	76	34	239	349
Średnie	84	32	200	316
Wyższe	36	18	96	150
Ogółem	244	92	676	1012
Wiek				
15-20 lat	23	10	79	112
21-30 lat	51	21	150	222
31-40 lat	40	14	126	180
41-50 lat	44	19	110	173
51-60 lat	49	19	114	182
Od 61 lat	37	9	97	143
Ogółem	244	92	676	1012
Dochód na osobę w gospodarstwie domowym				
Do 250 zł	11	6	59	76
251-500 zł	38	21	110	169
501-750 zł	52	15	146	213
751-1000 zł	39	7	101	147
1001-1500 zł	47	25	100	172
1501-2000 zł	18	8	52	85
2001-2500 zł	13	3	40	56
2501-4000 zł	14	4	33	51
Od 4001 zł	8	2	19	29
Brak odpowiedzi	4	1	9	14
Ogółem	244	92	676	1012

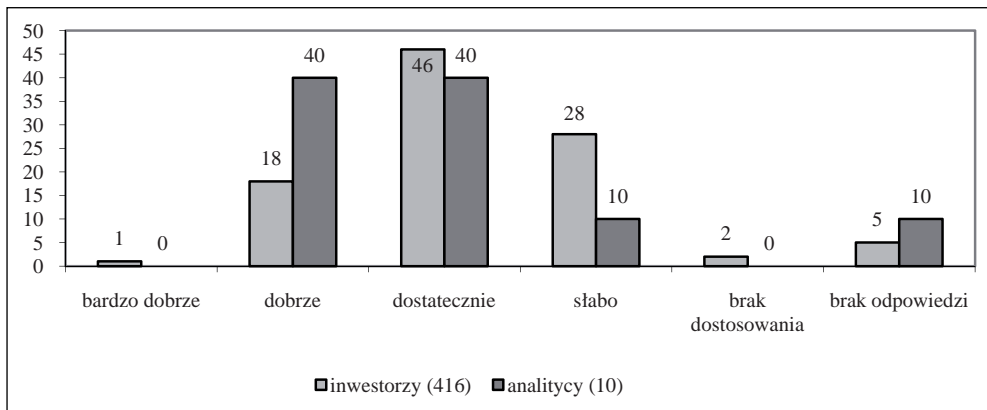
Źródło: badania własne.

4. Użyteczność informacji udostępnianych przez spółki giełdowe

Ważne dla jakości komunikacji jest zwłaszcza otrzymywanie przez społeczność finansową niezwłocznie informacji istotnych i użytecznych, nie zaś niepotrzebnych. Jednak inwestorzy krytycznie oceniają użyteczność przekazywanych informacji (rys. 2).

Jedynie 19% indywidualnych inwestorów ocenia dostosowanie zakresu informacji na poziomie dobrym. Z kolei 46% respondentów ocenia je jako dostateczne, a 28% jako słabe. Indywidualni inwestorzy w zasadzie odrzucili dwie skrajne możliwości odpowiedzi, a mianowicie: bardzo dobrze oraz brak dostosowania. Uogólniając, wystawili firmom ocenę dostateczną (aż 60% respondentów) w zakresie dostosowania ujawnianych przez spółki informacji do potrzeb związanych z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych.

Z kolei opinie analityków giełdowych dotyczące dostosowania zakresu informacji do potrzeb inwestorów wahają się pomiędzy oceną dobrą i dostateczną (po 40% wskazań).



Rys. 2. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jak oceniasz dostosowanie zakresu informacji spółek do potrzeb inwestorów?” (%)

Źródło: badania własne.

5. Segmentacja adresatów informacji przez spółki giełdowe

Jak pokazano na rys. 3, tylko 1/3 spółek zwraca uwagę w prowadzonych relacjach inwestorskich na specyfikę poszczególnych grup odbiorców informacji, natomiast aż 69% spółek nie różnicuje rodzaju i sposobu komunikacji ze względu na grupę docelową odbiorców informacji. Wskazuje to na dominację biernego stylu komunikacji z rynkiem. Przede wszystkim spółki stwierdziły, że:



Rys. 3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy spółka w jakikolwiek sposób różnicuje rodzaj i sposób przekazywania informacji ze względu na grupę docelową odbiorców relacji inwestorskich?” (%) – próba spółek giełdowych (36)

Źródło: badania własne.

- wyodrębniają trzy grupy docelowe: media, inwestorów indywidualnych, fundusze inwestycyjne i emerytalne,
- przekazują informacje dla indywidualnych inwestorów w sposób uproszczony, bardziej przejrzysty, mniej skomplikowany,
- przygotowują specjalne prezentacje na potrzeby inwestorów instytucjonalnych, które zamieszczają również na stronie korporacyjnej,
- pogłębiają materiały kierowane do inwestorów instytucjonalnych, natomiast dla inwestorów indywidualnych informacje przedstawiają w sposób bardziej przystępny,
- uwzględniają potrzeby inwestorów indywidualnych w ramach prowadzenia strony korporacyjnej,
- przygotowują informacje dla analityków oraz agencji ratingowych, uwzględniając profesjonalne przygotowanie tych podmiotów do badania spółki,
- sporządzają raporty dla zainteresowanych konkretną branżą działalności firmy,
- poprzedzają wywiady z dziennikarzami rozsyłaniem informacji prasowych.

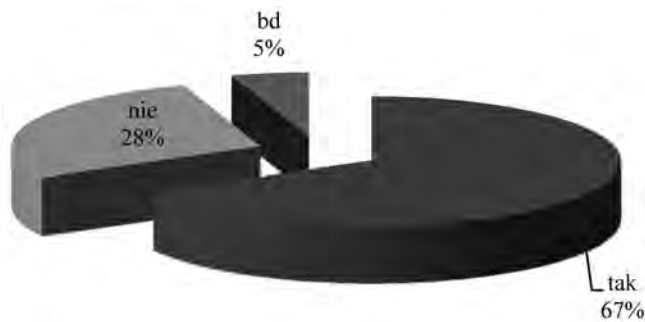
6. Wymagania w zakresie relacji inwestorskich

Spółkom giełdowym zadano również pytanie, czy zauważyły zmiany formułowane przez inwestorów w stosunku do relacji inwestorskich. Aż 67% spółek potwierdziło takie zjawisko (rys. 4).

Ponadto respondentów poproszono o wskazanie oczekiwań w obszarze komunikacji na rynku finansowym. Najczęściej podnoszone zagadnienia pogrupowano i zaprezentowano poniżej (stosując w miarę możliwości oryginalne sformułowania). Autorka podkreśliła te kwestie podnoszone przez ankietowanych, które są ściśle związane z rachunkowością i zawartością sprawozdań finansowych.

Z obserwacji spółek wynika, że inwestorzy oczekują i wymagają:

- większej transparentności,



Rys. 4. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy Twoim zdaniem zmieniają się wymagania inwestorów w stosunku do relacji inwestorskich?” (%) – próba spółek giełdowych (36)

Źródło: badania własne.

- możliwości bieżących kontaktów bezpośrednich,
- danych dotyczących przede wszystkim przyszłości, mniej historii,
- szybkiej informacji zwrotnej,
- kompletnej informacji na korporacyjnej stronie internetowej,
- bardziej precyzyjnego komunikowania czynników wpływających na spółkę w długim okresie,
- pełnego dostępu do czytelnych danych finansowych,
- zwiększenia nacisku na jakość informacji i odpowiedzialność za nią,
- prognozy wyników na kolejne 3 lata (w dłuższej perspektywie),
- częstszych wyjaśnień dotyczących wydarzeń w spółce i grupie kapitałowej, jej otoczeniu oraz wyników finansowych,
- większego wykorzystania Internetu i nowoczesnych technologii komunikacji,
- przekształcenia relacji inwestorskich w generator wartości firmy.

Z kolei indywidualni inwestorzy zapytani o to, czego oczekują od spółek w zakresie relacji inwestorskich, odpowiadali, że oczekują informacji na temat:

- planów na przyszłość i prognoz w dłuższej perspektywie,
- szybszych publikacji wyników,
- systemu zarządzania ryzykiem,
- stanu branży (aby ułatwić porównania),
- analiz sprzedaży,
- bieżącej sytuacji, w tym więcej komentarzy na temat sytuacji rynkowej,
- benchmarków w stosunku do konkurencji,
- planów i zrealizowanego zysku,
- szczegółów planowanych inwestycji,
- strategii spółki w dłuższym terminie,
- zmian w planach inwestowania i płynności finansowej,

- wskaźników EVA, MVA,
- szczegółowego raportu negatywnych zdarzeń.

Ponadto oczekują informacji prawdziwych i na czas, a także szczerości (przytaczano przykłady związane z tzw. opcjami toksycznymi) oraz lepszych stron korporacyjnych dla inwestorów, zawierających więcej informacji. Zwracano również uwagę, że spółki co prawda informują o wydarzeniach, ale nie wyjaśniają ich przyczyn i potencjalnych skutków.

Natomiast analitycy giełdowi stwierdzili, że mają niedosyt w zakresie informacji na temat:

- prognoz,
- celów strategicznych,
- wolumenu sprzedaży na tle branży,
- dobrych komentarzy zarządu do raportów kwartalnych,
- danych szczegółowych – braku rozbicia głównie sprzedaży i rentowności (segmentowo i geograficznie),
- danych bezpośrednio wpływających na wynik finansowy (np. ceny surowców, ekspozycja walutowa w rozbiciu na poszczególne segmenty).

Pozytywnie natomiast ocenili częstotliwość otrzymywanych informacji (odpowiednio: 80%, za rzadko: 20%, zbyt często: 0%).

Tak więc z uzyskanych opinii wynika, że inwestorzy oczekują coraz szybciej coraz bardziej szczegółowych informacji, kładąc nacisk na informacje dotyczące przyszłości, a także intensywniejszy kontakt ze spółką. Analitycy natomiast przede wszystkim postulują upublicznianie prognoz oraz bardziej szczegółowych danych w kluczowych obszarach.

Informacje, które wzbudzają niedosyt, nie są więc związane z rachunkowością czy zawartością sprawozdań finansowych. Dotyczą one: szeroko rozumianych niematerialnych generatorów wartości firmy, komentarzy osób zarządzających o działalności i wynikach spółki na tle branży, wskazania elementów kluczowych do realizacji zamierzeń spółki wraz z ich analizą wrażliwości, a także szeroko rozumianej strategii. Na tym tle zaproponowaną przez International Accounting Standards Board (IASB) oraz Financial Accounting Standards Board (FASB) zmianę dotyczącą zawartości i układu sprawozdania finansowego, należy uznać za chybioną.

Uzyskane wyniki potwierdzają rezultaty badań firmy Ernst & Young (E&Y). Firma ta przeprowadziła od 1997 r. wiele badań pod wspólnym tytułem *Measures that Matter*. Pierwsze badania przeprowadzono na próbie 300 analityków *sell-side* oraz 275 *buy-side*, wzbogacając je o wywiady z zarządzającymi portfelami inwestycyjnymi. Ich celem było zidentyfikowanie i określenie znaczenia kryteriów, które są brane pod uwagę w procesie podejmowania decyzji o zakupie i sprzedaży instrumentów finansowych.

Stwierdzono, że zarządzający portfelami traktują dane finansowe w kategorii przeszłości – informują bowiem one o tym, co firma już zrobiła. Tymczasem aspekty pozafinansowe wskazują na to, co się wydarzy i jakie finansowe rezultaty będą

dzięki temu osiągnięte w przyszłości [*Measures that Matter* 1997]. Dlatego też 70% inwestorów w ocenie firmy korzystało z danych pozafinansowych, natomiast dla 35% respondentów informacje pozafinansowe stanowiły podstawę podejmowania decyzji.

Jednocześnie należy przypomnieć, że specyfiką inwestowania na rynku kapitałowym, tak jak i na innych rynkach, jest zdobycie przewagi konkurencyjnej nad innymi uczestnikami rynku. Znajdowało to wyraz w stwierdzeniu, że aby odnieść spektakularny sukces na rynku giełdowym, trzeba „wiedzieć więcej przed innymi”. Przejawiało się często w formie wykorzystywania informacji poufnych. Zaostrzenie regulacji prawnych, skutkujące wprowadzeniem odpowiednich procedur w samych spółkach, spowodowało, że proceder wykorzystywania informacji poufnych nie jest już tak wyraźny jak wcześniej. Również polityka udostępniania większej liczby bardziej szczegółowych informacji przyczyniła się do zwiększenia przejrzystości na rynku. Jednocześnie jednak zalew wielu informacji wprowadził pewien chaos i konieczność wyłuskiwania wręcz tych informacji, które są potencjalnie cenotwórcze. Podniosło to również nakłady związane z dokonywaniem analiz. Dlatego też nie powinno wywoływać zdziwienia to, że inwestorzy mniejsze znaczenie nadają wystandardyzowanym informacjom historycznym zawartym w sprawozdaniach finansowych, a większe – informacjom o charakterze przyszłym, niewystandardyzowanym, bardziej subiektywnym w odbiorze, dzięki którym łatwiej im uzyskać przewagę nad innymi inwestorami.

7. Zakończenie

Przytoczone w niniejszym opracowaniu wybrane wyniki przeprowadzonych badań własnych dostarczyły cennego materiału do analizy i umożliwiły sformułowanie pewnych wniosków. Przypomnieć jednak należy o ostrożności badawczej w interpretacji zarówno uzyskanych wyników, jak i formułowanych wniosków, ze względu na brak reprezentatywności trzech z czterech analizowanych prób badawczych.

W szczególności należy zauważyć, że respondenci dostrzegli pewną powierzchowność komunikacji finansowej spółek giełdowych, ich bierność oraz niedostosowanie do oczekiwań adresatów. Diagnozę taką potwierdzają również i same spółki, które dokonują zmian w zakresie komunikacji przede wszystkim wtedy i w takiej formie, aby dostosować się do zmian wynikających z obowiązujących regulacji prawnych.

Dlatego też spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie powinny przemyśleć koncepcję modelu prowadzenia komunikacji z rynkiem finansowym oraz ją usprawnić.

Uzyskane wyniki badań stanowią ponadto pewne ostrzeżenie w zakresie tzw. kapitału zaufania występującego na polskim rynku kapitałowym. Może się okazać, że w przyszłości będzie on stanowił jeden z kluczowych aspektów jego dalszego funkcjonowania i rozwoju. W celu jego podniesienia i utrzymania konieczna jest jednak

zadawalająca społeczność finansową jakością komunikacji finansowej prowadzonej w ramach relacji inwestorskich. Stawką jest konkurencyjność w globalnej gospodarce, a także efektywność rynku finansowego oraz wysoki prestiż spółek giełdowych.

Należy ponadto zwrócić uwagę na ważny problem związany z kwestią pomiaru jakości relacji inwestorskich. Jego rozwiązanie wymaga wieloaspektowych, zaawansowanych badań naukowych.

Literatura

Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, „Official Journal of the European Union”, 31.12.2004, L 390/38 EN.

Dziawgo D., *Relacje inwestorskie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011 [w druku].

Measures that Matter, Ernst & Young 1997, www.ey.com/global/.

QUALITY OF INVESTOR RELATIONS IN POLAND – SURVEY RESULTS

Summary: The aim of the article is a presentation of an opinion about the quality of investor relations formulated by the capital market participants in Poland. The article presents the results obtained from four samples: individual investors, sell-side analysts, Warsaw Stock Exchange quoted companies and a representative for Poles. A part of the surveys was conducted by the specialized institute MillwardBrown SMG/KRC. The obtained results suggested that financial community was looking for faster and more detailed information and put pressure on information dealing with future and more intensive contact with the company. Unsatisfactory information is not connected with accounting or financial reports contents. Therefore, the IASB and FASB proposal about the necessity to change the contents and construction of financial statement should be rejected as pointless.