

Joanna Kowalska-Cherek

Preferencje inwestora lokowania wolnych środków w spółkach giełdowych na gruncie amerykańskim

Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 27, 419-426

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JOANNA KOWALSKA-CHEREK*

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**PREFERENCJE INWESTORA LOKOWANIA
WOLNYCH ŚRODKÓW W SPÓLKACH GIELDOWYCH
NA GRUNCIE AMERYKAŃSKIM**

Streszczenie

Relacje inwestorskie to przekazywanie informacji dotyczących spółki do społeczności finansowej: analityków, inwestorów i potencjalnych inwestorów. Uważa się to za stosunkowo nowe zjawisko. Tradycyjnie kontynentalne firmy europejskie były postrzegane jako bardziej uzależnione od kredytu, a nie finansowania kapitałowego. Jednak coraz lepiej rozwijający się rynek akcji w Europie doprowadził do wzrostu znaczenia funkcjonowania relacji inwestorskich. Wyniki badań potwierdzają, że wielu europejskim firmom dobrze znane są praktyki relacji inwestorskich, a ich funkcja nabiera coraz większego znaczenie.

Wprowadzenie

Firmy coraz częściej, chcąc sprostać wymaganiom inwestorów, udoskonalają swoją politykę *investor relations*, by ocena zdolności korporacji do generowania zwrotu kapitału była na jak najwyższym poziomie¹. Za cel w artykule przyjęto pokazanie obrazu lokowania wolnych środków przez inwestorów na przestrzeni lat 2006–2009. W artykule wykorzystane zostały badania CitiScan brytyjskiej firmy Citigate Dewe Rogerson, badania

* Autorka przygotowuje rozprawę doktorską w Katedrze Publicystyki Ekonomicznej i Public Relations pod kierunkiem naukowym prof. dra hab. Przemysława Deszczyńskiego.

¹ J. Kowalska, *Narzędzia Investor Relations stosowane w spółkach giełdowych* [w recenzji].

przeprowadzone przez firmę HUGIN². Przedstawione wnioski są oparte na opiniach i spostrzeżeniach zebranych w trakcie wywiadów ankietowych przeprowadzonych wśród inwestorów kupujących i sprzedających akcje. Zostało przebadanych 1000 inwestorów z całego świata.

W pierwszej części artykułu omówiono kluczowe tematy związane z przeprowadzonymi badaniami dotyczącymi użycia wolnych środków przez inwestorów. Wykazane zostały preferencje inwestowania w spółki. Jest to część obejmująca bezpośrednio badania grupy inwestorów, którzy samodzielnie dokonują zakupów akcji i decydują o podejmowaniu kroków inwestycyjnych. W drugiej części artykułu pokazano preferencje pośredników i analityków w kupowaniu i zbywaniu akcji, ich preferencje w związku z polecaniem działań i analizami dokonywanych decyzji, a także dokonywaniem wyboru właściwych spółek do zainwestowania kapitału.

Rozmowy z inwestorami były przeprowadzane w obszarze ich inwestycyjnych zainteresowań (wśród spółek, w które już inwestują). Wszystkie uzyskane odpowiedzi dały jednakże obraz ogólnych preferencji inwestycyjnych. Dzięki temu można wyciągnąć obszerniejsze wnioski w związku z preferencjami inwestorów dotyczącymi użycia wolnych środków. Należy zauważyć, że respondenci mogli udzielić więcej odpowiedzi niż jedna (tab. 1 i 2).

1. Kluczowe tematy i wnioski z badań

Pozyskanie kapitału poprzez emisję publiczną akcji umożliwia osiągnięcie trwałej przewagi nad konkurencją. Nieprzypadkowo decyzja o wejściu na giełdę zapadała wiele razy po otrzymaniu wiadomości o przygotowaniach do debiutu giełdowego najpoważniejszego konkurenta. Typowy udział inwestorów instytucjonalnych sięga 65–80% oferowanej puli akcji. W strukturze oferty należy uwzględnić ewentualne programy motywacyjne oraz inwestycyjne polegające na przyznawaniu kluczowym pracownikom pewnej puli akcji po atrakcyjnej cenie, często równej wartości nominalnej³.

Na podstawie badań *What is the best use of free cash?* przeprowadzonych przez Thomson Reuters w 2009 roku wykazano, że sformułowanie „najlepsze użycie wolnej gotówki” implikuje zdolność do inwestowania wolnych środ-

² Firma zmieniła nazwę, obecnie nazwa się Thomson Reuters.

³ B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy?*, wyd. 1, GPW, Warszawa 2005, s. 7.

ków w wybrane fundusze i akcje spółek. Użycie wolnych środków oznacza preferencje inwestycyjne, wybór określonego kierunku ulokowania gotówki i powiększania środków. Na pytanie odnośnie do preferencji inwestycyjnych ponad jedna czwarta respondentów wskazała ponowną inwestycję w firmę, w którą już inwestowali, do której chcą powracać. Okazało się, że wielu inwestorów było zadowolonych z przebiegu współpracy, komunikowania o firmie oraz jej strategii czy procesach inwestycyjnych. Zdobyte w trakcie tej współpracy zaufanie okazało się nieocenione przy kolejnych kontaktach i inwestycjach. Inwestowanie w spółkę, która już raz spełniła wymogi inwestora, była godna zaufania, spełniała wszystkie kryteria informacyjne ważne dla inwestora oraz dobrze radziła sobie na giełdzie – to dobry punkt wyjścia dla wielu inwestorów, aby nawiązać ponowną współpracę ze spółką. Wówczas najbardziej docenione zostały działy i departamenty *investor relations*, które trud komunikacji wzięły na siebie. To między innymi dzięki wielu narzędziom kreowania i podtrzymywania kontaktu pomiędzy firmą a akcjonariuszami oraz dzięki szczerzej strategii komunikacyjnej z łatwym dostępem do zarządu i osób decyzyjnych stworzone zostało zaufanie do przedsiębiorstwa. Wycena posiadanego pakietu akcji żywo interesowała każdego akcjonariusza. Z oczywistych względów na ogół istnieje znaczna rozbieżność zdań pomiędzy właścicielem a potencjalnym nabywcą akcji. U sprzedawcy dużą rolę odgrywają względy emocjonalne, zaś nabywcy stosują typowy arsenał argumentów zmniejszających wycenę, z którymi wobec braku obiektywnych kryteriów trudno polemizować. Z tego powodu wiele transakcji potencjalnie atrakcyjnych dla obu stron nie dochodzi do skutku. Kwestia wyceny akcji jest szczególnie ważna w przypadku pozyskiwania inwestora strategicznego. Brak obiektywnej wyceny rynkowej uniemożliwia też w praktyce zastosowanie nowoczesnych metod zarządzania, gdyż jednym z głównych kryteriów jego efektywności jest zwiększanie wartości przedsiębiorstw⁴. Dlatego szczególnie docenione zostały strategie komunikacyjne, nawet, a może przede wszystkim w przypadku informowania o zagrożeniach oraz negatywnych działaniach związanych z firmą. Szczerłość i prostota komunikowania to najważniejsze cechy, które spajają relacje inwestorów z konkretną firmą.

⁴ B. Duszek, *Jak...*, s. 8-9.

Tabela 1

Sposoby wykorzystywania wolnych środków finansowych

Opcje	Ogólnie	Kupujący	Sprzedający
Odkupywanie akcji [%]	53	53	53
Dywidendy [%]	48	49	44
Nabywanie nowych akcji [%]	28	27	36
Wewnętrzna inwestycja [%]	28	27	31
Redukcja oddziałów [%]	13	14	12
Zatrzymanie gotówki [%]	4	4	3
	n = 1098	n = 900	n = 198

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań *What is the best use of free cash?*, Thomson Reuters 2009.

Większość inwestorów, bo aż 52%, wierzy, że najlepsze użycie wolnej gotówki to szukanie możliwie najkorzystniejszej inwestycji: bilans między dwoma (lub więcej) alternatywami – jakimiś firmami lub funduszami. Inwestorzy potwierdzają, że zarządzanie informacjami związanymi z przedsiębiorstwem to najlepsza droga do określenia i zebrania inwestorów na swoje akcje. Oczywiście ma na to szanse firma, która oferuje najwyższą stopę zwrotu i najinteligentniejsze, najbardziej efektywne użycie kapitału.

Na przestrzeni lat 2006–2009 preferencje inwestorów co do sposobu lokowania wolnych środków ewoluowały. Przede wszystkim wpływ na taki stan rzeczy miała zmieniająca się sytuacja ekonomiczno-gospodarcza rynku globalnego oraz rynków lokalnych. Te elementy w znacznym stopniu wpływały na zachowanie inwestorów. W 2006 roku inwestorzy preferowali odkupywanie akcji spółki. Takie odpowiedzi przewyższały nad pozostałymi, takimi jak: dywidendy, wewnętrzne inwestycje w firmie czy dalszy rozwój. W 2006 roku inwestorzy wyrazili chęć odkupywania akcji spółek. Ta odpowiedź przewyższyła zakup dywidend i zwrotu gotówki udziałowcom. Już w 2007 roku część inwestorów zaznaczyła chęć zwrotu gotówki udziałowcom poprzez dywidendy i odkupywanie akcji, te odpowiedzi znacznie przewyższały pozostałe. Wzrosła, z utrzymującą się drobną przewagą, odpowiedź odkupywania akcji (preferowane przez 66%) nad dywidendami (62%). W 2008 roku wsparcie inwestorów dla dywidend i odkupywania zmniejszyło się. W tym samym czasie nastąpił wzrost wsparcia dla wewnętrznych inwestycji w porównaniu do roku poprzedniego. W 2009 nastąpił ostry wzrost w części inwestorów wzywających spółki do redukcji obciążających oddziałów

i po prostu do utrzymania gotówki. Zaczęły bowiem mieć na to wpływ działania giełdowe i skutki kryzysu gospodarczego. W tym roku tylko 30% inwestorów namawiało spółki do ponownego nabycia akcji. Po raz pierwszy w ciągu kilku lat widać jasną preferencję dla dywidend nad odkupywaniem.

Tabela 2

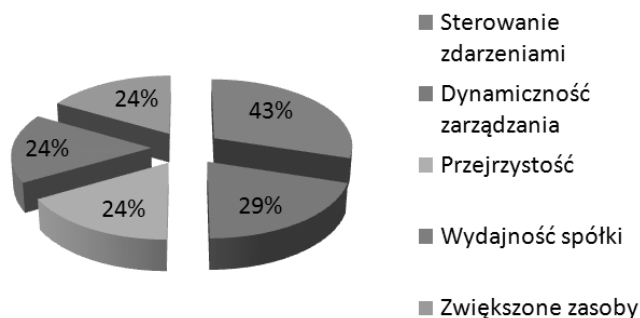
Sposoby wykorzystania wolnych środków finansowych w latach 2006–2009

Użycie gotówki	2006	2007	2008	2009	Ogólnie
Odkupywanie [%]	61	66	41	30	53
Dywidendy [%]	47	62	42	37	48
Nabywanie [%]	21	36	32	31	28
Wewnętrzna inwestycja [%]	29	20	32	25	28
Redukcja oddziałów [%]	11	13	10	44	13
Zatrzymanie gotówki [%]	4	1	5	10	4
	n = 438	n = 225	n = 351	n = 84	n = 1098

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań *What is the best use of free cash...*, *op.cit.*

2. Co napędza zwrot kosztów strony kupującej

W badaniach *Perception Snapshot. What driver sell-side coverage* sporządzony został raport, który ujmował opinie 21 analityków inwestorów tzw. strony kupującej, czyli inwestorów. Zostały ujawnione opinie na temat tego, co wpływa na decyzje inwestycyjne, co sprawia, że inicjowane są koszty zwrotu akcji. Prawie połowa badanej grupy podaje, że zwrot kosztów jest sterowany bieżącymi zdarzeniami w danym kraju i na arenie gospodarki globalnej, światowej. Analitycy wymagają przede wszystkim stałego kontaktu i dostępu do zespołu zarządzającego, kadry sterującej firmą. Chcą widzieć postępy w działaniach na rzecz promowania spółki i dzięki temu – budowania jej wiarygodności i wizerunku firmy. Analitykom zależy przede wszystkim na posiadaniu wglądu w wewnętrzne działania spółki. Jako główne powody braku zwrotu kosztów spółki podawano przede wszystkim brak czasu i zasobów, co powodowane jest ograniczeniami panującymi na rynku.



Rys. 1. Powody do inicjowania zwrotu kosztów

Źródło: opracowanie na podstawie badań *Perception Snapshot. What driver sell-side coverage*, Thomson Reuters 2009.

Do najważniejszych powodów do inicjowania zwrotu kosztów należą m.in.:

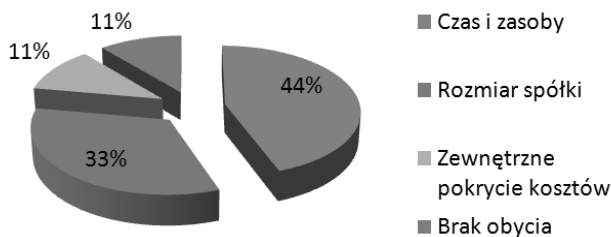
- sterowanie zdarzeniami – 43%,
- dynamiczność zarządzania – 29%,
- przejrzystość – 24%,
- wydajność spółki – 24%,
- zwiększone zasoby – 24%.

Sterowanie zdarzeniami to najczęściej podawany powód do inicjowania zwrotu kosztów spółki. Wspomniało o nim aż 43% respondentów biorących udział w badaniach. Rozwój spółki poprzez zwiększenie produkcji lub usunięcie niebezpieczeństw, takich jak zagrożenie bankructwem, to podstawowe kwestie, na których inwestorzy skupiali się w ramach dynamicznego zarządzania, szybkiego reagowania na zmienne czynniki zewnętrzne i panującą wokół sytuację gospodarczo-ekonomiczną. Nie udało się doprecyzować w tych badaniach, dlaczego analitycy powinni zająć się zwrotami kosztów i kiedy jest dobry okres do inwestowania. Analitycy nie chcą również ujawniać wskaźnika, jakim kierują się w trakcie działania. Przejrzystość zarządzania – tak bardzo doceniana i ważna w relacjach na poziomie inwestor–spółka – rozumiana jest jako zainicjowanie zwrotów kosztów poniesionych na akcjach. Analitycy chcą mieć dostęp do strategii zarządzania oraz do osób z kadry zarządzającej spółką i chcą mieć pewność, że ten dostęp będzie kontynuowany w długim okresie, nawet po uzyskaniu zwrotu poniesionych nakładów. Najwyraźniej analitycy strony kupującej chcą zrozumieć strategię i sposób jej realizowania przez kadre. Komunikowanie się na płaszczyźnie analitycy–zarząd spółki

właściwe jest wtedy, gdy płynnie przekazywane zostają – w sposób spójny i przejrzysty, a także wiarygodny – wszystkie informacje związane ze spółką. Dotyczy to w równym stopniu dobrych i złych dla spółki informacji. Spółki komunikujące negatywne dla siebie informacje zyskują w oczach inwestorów, polepszają swój silny wizerunek.

3. Powody do niezwracania kosztów

Częstym powodem niezajmowania się zwrotami kosztów są: brak czasu i zasobów. Dlatego ważnym elementem badań było zdobycie informacji o tym, co można zrobić, aby ułatwić ten proces analitykom? Bardzo ważne dla analityków jest bieżące otrzymywanie danych o spółce, strategiach działania i trendach panujących w biznesie. Dane te są dodatkowym źródłem dla strony kupującej, ale również komunikowanie się obustronne oraz należyte budowanie stałych relacji pomaga w kontakcie i otrzymywaniu aktualnej informacji. Analitycy twierdzą, że zwrot kosztów jest również uzależniony od kapitalizacji rynku. Przykuwający uwagę jest fakt, że można złamać tę barierę, jeśli analityk strony kupującej zostanie przekonany, że kapitalizacja rynku ma szansę rozwinąć się do jego zakresu. Jednak w celu bardziej efektywnego wyznaczenia czasu należy wziąć pod uwagę, jakie jest podejście analityka do zwrotów kosztów, i jeśli są jakiegokolwiek wymagania kapitalizacji rynku, wyznaczyć, jak agresywnie powinien celować ów analityk. Równie ważną kwestią dla analityków jest rozmiar spółki. Im spółka większa, pewniejsza, z bardziej ugruntowaną rynkową pozycją, tym spokojniej można pozwolić sobie na rzadsze utrzymywanie kontaktów i sprawdzanie spółki.



Rys. 2. Powody do niezwracania kosztów

Źródło: opracowanie na podstawie badań *Perception Snapshot...*, *op.cit.*

Najważniejsze powody do niezwracania kosztów to:

- czas i zasoby – 44%,
- rozmiar spółki – 33%,
- zewnętrzne pokrycie kosztów – 11%,
- brak obycia – 11%.

Podsumowanie

Do podstawowych funkcji relacji inwestorskich należy przekazywanie informacji dotyczących finansów spółki analitykom, inwestorom i potencjalnym akcjonariuszom. Uznaje się, że w Polsce IR to zjawisko stosunkowo nowe, mało rozwinięte. Pionierami w tej dziedzinie są USA i Wielka Brytania. W historii przyjęło się, że europejskie przedsiębiorstwa były postrzegane jako bardziej uzależnione od kredytu, a nie od kapitału zewnętrznego, od inwestorów. Obecny rozwój tej dziedziny na rynku akcji w Europie doprowadził do wzrostu znaczenia inwestorów dla rozwoju IR. Wyniki badań potwierdzają, że wiele europejskich firm ma ugruntowane praktyki w zakresie relacji inwestorskich, a funkcja IR rośnie na znaczeniu.

INVESTOR PREFERENCES DEPOSIT FREE MEASURES IN COMPANIES LISTED ON THE GROUND DOLLARS

Summary

Investor relations is the communication of information relating to the company to the financial community; analysts, investors and potential investors. It is regarded as a relatively new phenomenon, which has developed most rapidly in the USA followed by the UK. Traditionally continental European companies have been viewed as more reliant on loan rather than equity funding. However the development of increasingly important equity markets throughout Europe has led to a growth in importance of the Investor Relations function. The results confirm that many continental European companies have well established investor relations practices and the function is growing in importance.

Translated by Joanna Kowalska-Cherek