

## Relacje inwestorskich w Polsce w opinii indywidualnych inwestorów<sup>1</sup>

Danuta Dziawgo, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Współczesna światowa gospodarka bez wątpienia nie mogłaby sprawnie funkcjonować bez rozwiniętego rynku finansowego, a nowoczesny rynek finansowy nie mógłby spełniać swoich funkcji bez odpowiedniej komunikacji pomiędzy podmiotami. Ustanowienie i utrzymanie komunikacji – w szczególności na poziomie finansowym – pomiędzy spółkami a interesariuszami (a w szczególności inwestorami), jest obszarem działania relacji inwestorskich (ang. *investor relations* – IR). Stąd też celowym jest analiza jak relacje inwestorskie – standard funkcjonowania spółki giełdowej na rynkach zagranicznych – realizowane są w Polsce.

W tym celu przeprowadzono badanie ankietowe na grupie celowej indywidualnych inwestorów, inwestujących na giełdzie w sposób bezpośredni. Badanie podzielono na dwa etapy. W badaniu pierwszym o charakterze pilotażowym, udział wzięły 62 osoby uczestniczące w konferencji organizowanej przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych z cyklu „WallStreet” w czerwcu 2009 r. w Zakopanym. Większość pytań miała charakter otwarty i półotwarty, aby nie ograniczać respondentom możliwości swobodnego wyrażania opinii. Następnie przeprowadzono drugie badanie w okresie październik-listopad 2009, przy czym większość zadanych pytań miała już charakter zamknięty z możliwością formułowania komentarzy. W badaniu tym udział wzięło 154 respondentów. Łącznie opinie uzyskano od 216 inwestorów.

W rezultacie uzyskano wstępny obraz postrzegania relacji inwestorskich przez indywidualnych inwestorów. Prezentowane wyniki są wartościowe dodatkowo jeszcze z tego powodu, że badania pierwotne z zakresu relacji inwestorskich są przeprowadzane relatywnie rzadko, ze względu na specyfikę prób badawczych. Poniżej, z uwagi na ograniczoną objętość opracowania, przedstawiono odpowiedzi jedynie na wybrane pytania wraz z krótkim komentarzem.

### Charakterystyka respondentów

W badaniu pilotażowym wśród 62 inwestorów indywidualnych zdecydowanie dominowali mężczyźni (74% próby), podobnie jak i w drugim badaniu (83%).

Respondenci to głównie osoby młode, w wieku 21-40 lat (69% w pierwszej i 72% w drugiej próbie). Jednocześnie łącznie w grupie wiekowej do 20 lat było 5 respondentów, a w grupie powyżej 61 lat były 2 osoby. Większość respondentów posiada wykształcenie wyższe – osoby z dyplomem magistra stanowią aż 76%, natomiast z dyplomem licencjata 6% pierwszej próby badawczej. W drugiej próbie było to odpowiednio 65% i 5%. Najważniejszy jest jednak podział inwestorów ze względu na ich doświadczenie związane z inwestowaniem na rynku kapitałowym, mierzone liczbą lat inwestowania na GPW. Wydaje się, że przedział 2 lat można uznać za wstępny okres dla gromadzenia wiedzy i doświadczenia z zakresu bezpośredniego, samodzielnego inwestowania przez indywidualnych inwestorów. Z kolei osoby inwestujące na giełdzie od 3-10 lat można uznać za doświadczonych inwestorów. Natomiast osoby inwestujące na giełdzie powyżej 10 lat z pewnością mogą być uznane za „weteranów”. W przypadku pierwszego badania suma inwestorów „doświadczonych” (35%) oraz „weteranów” (31%) stanowi 66% próby badawczej. W przypadku drugiego badania jest to odpowiednio: „doświadczonych” 28%, „weteranów” 23%, tj. razem 51% tej próby. Osoby inwestujące na giełdzie od 2009 roku stanowią po 8% respondentów w obu analizowanych próbach.

---

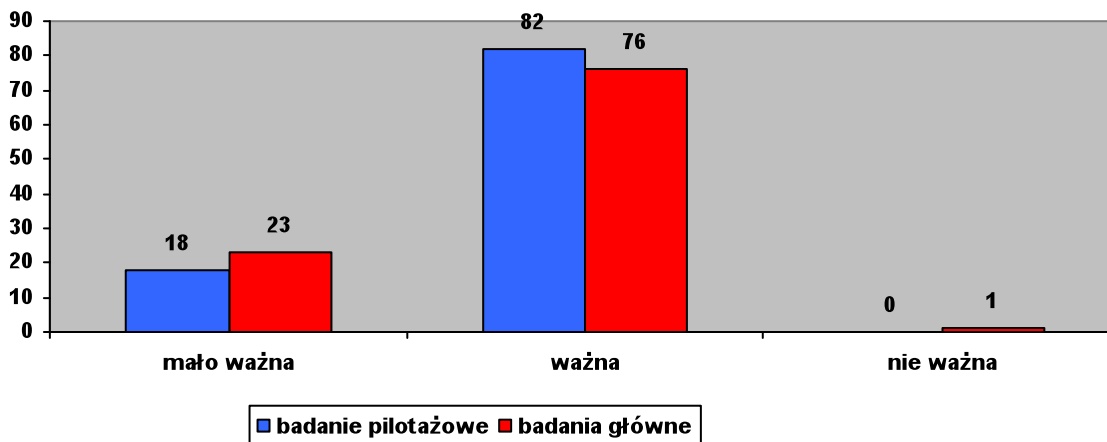
<sup>1</sup> Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2007-2009 jako projekt badawczy.

Tak więc można stwierdzić, że respondenci uczestniczący w badaniu posiadają już doświadczenie zarówno w zakresie inwestowania na rynku kapitałowym, jak i w zakresie funkcjonowania rynku finansowego. Z pewnością więc mogą się wypowiadać na temat relacji inwestorskich bazując na dotychczasowych swoich doświadczeniach oraz mogą kompetentnie formułować oczekiwania dotyczące funkcjonowania IR i ich usprawnień.

### 3. Znaczenie relacji inwestorskich

Respondenci zdecydowanie doceniają znaczenie IR dla funkcjonowania rynku finansowego. Na pytanie jak ważna jest jakość relacji inwestorskich spółek dla inwestorów i rynku, inwestorzy w przeważającej większości stwierdzili, że relacje inwestorskie są ważne. **Zaledwie 1 na 216 inwestorów** indywidualnych stwierdził, że relacje inwestorskie nie są ważne, co właśnie należy uznać za wymowne i jednoznacznie potwierdzające znaczenie IR dla indywidualnych inwestorów (wykres 1).

Wykres 1. Rozkład odpowiedzi na pytanie zamknięte: „Twoim zdaniem jakość relacji inwestorskich spółek jest dla inwestorów i rynku:” (%)

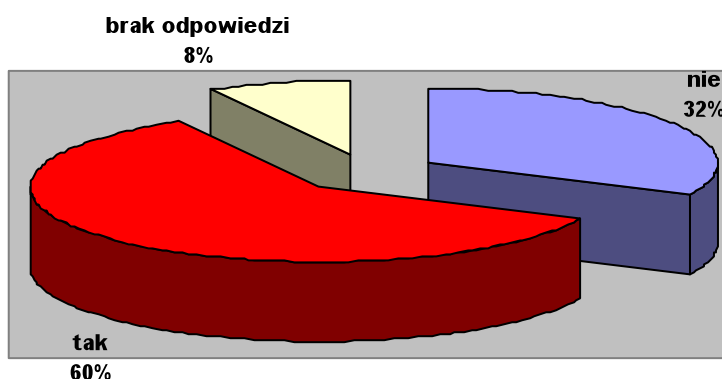


Źródło: badania własne.

**Stan relacji inwestorskich w Polsce nie jest natomiast na poziomie satysfakcjonującym** indywidualnych inwestorów – **jedynie 1% inwestorów** w badaniu głównym stwierdziło, że **stan relacji inwestorskich w Polsce jest wysoki**, 57% respondentów określiło go jako zadowalający i - niestety - aż 41% jako niezadowalający. Tak więc spółki muszą przeanalizować prowadzoną politykę informacyjną w ramach IR – chyba że ocena na poziomie zadowalającym jest dla nich satysfakcjonująca.

Indywidualni inwestorzy potwierdzają równocześnie, że **im dłużej inwestują na rynku, tym większą wagę przykładają do IR** (wykres 2).

Wykres 2. Rozkład odpowiedzi na pytanie zamknięte: „Czy w Twoim przypadku prawdziwa jest teza, że im dłużej inwestowałeś na rynku, tym relacje inwestorskie stawały się dla Ciebie ważniejsze/przykładałeś do nich większą wagę?” (%)



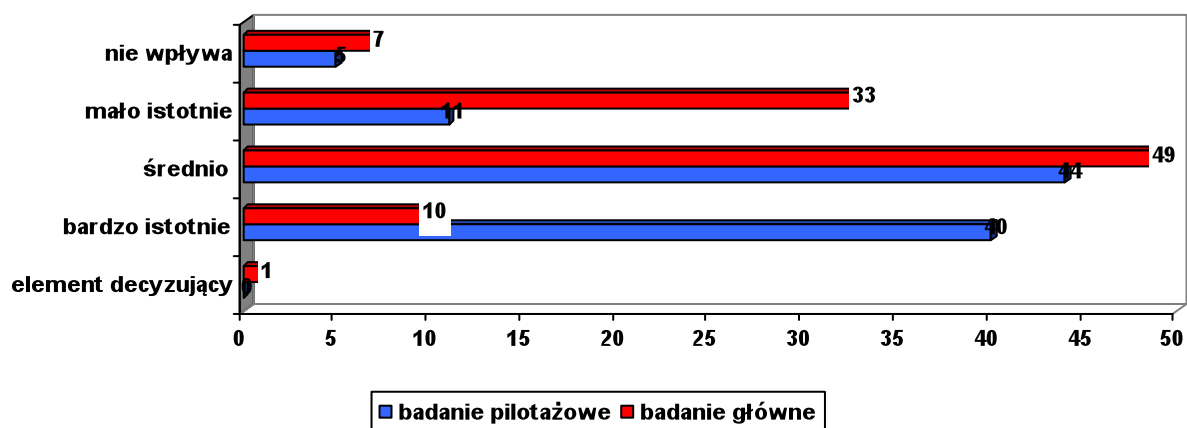
Źródło: badania własne.

### Atrakcyjność spółki a IR

Na pytanie dotyczące stopnia, w jakim jakość IR spółki wpływa na podjęcie decyzji o zainwestowaniu w nią, inwestorzy nie byli już jednak tak zgodni (wykres 3). Dwóch z 216 respondentów wskazało, że jest to dla nich element decydujący, jednocześnie jednak 66% ogółu badanych uznało, że IR wpływa na ich decyzje inwestycyjne średnio istotnie (47%) i bardzo istotnie (19%). Jedynie 14 osób uznało, że jakość IR w ogóle nie wpływa na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne.

Porównując te odpowiedzi z opiniami zestawionymi na wykresie 1 można stwierdzić, że jakość relacji inwestorskich jest ważna dla indywidualnych inwestorów, ale nie jest to czynnik decydujący w procesie podejmowania decyzji o kapitałowym zaangażowaniu w daną spółkę. Wynik taki należy jednak uznać za oczywisty, gdyż głównym motywem inwestowania w akcje jest przecież osiągnięcie zysków. Interesujące jest jednak, że ogółem aż **66% indywidualnych inwestorów przyznało, że występuje wpływ IR na podejmowanie decyzji o zainwestowaniu środków finansowych w akcje danej spółki przynajmniej na poziomie średnio istotnym.**

Wykres 3. Rozkład odpowiedzi na pytanie zamknięte: „W jakim stopniu jakość relacji inwestorskich spółki wpływa na Twoją decyzję o zainwestowaniu w nią?” (%)



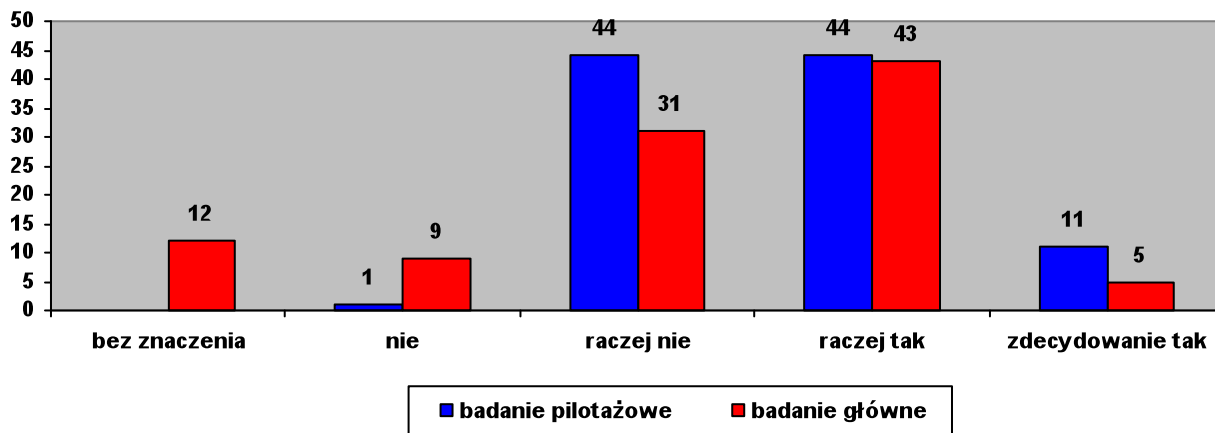
Źródło: badania własne.

### Jakość komunikacji a dezinvestycje

Na pytanie „Czy zła jakość relacji inwestorskich jest dla Ciebie powodem ograniczenia bądź wycofania się z inwestycji?”, odpowiedzi właściwie rozłożyły się po połowie (wykres 4). Niemniej jednak wystąpienie grupy (łącznie) 6% respondentów którzy udzielili na to pytanie odpowiedzi jednoznacznie twierdzącej oraz grupy 43% którzy wybrali wariant odpowiedzi „raczej tak”, **świadczy o wpływie IR na podjęcie decyzji o dokonaniu dezinvestycji bądź przynajmniej o analizowaniu możliwości podjęcia takiej decyzji**. Inaczej mówiąc, **49% ankietowanych analizuje jakość IR, a jakość ta jest rozważana w procesie podejmowania decyzji o przebudowie portfela inwestycyjnego**.

Zestawiając wyniki odpowiedzi na to pytanie z wynikami zestawionymi na wykresie 3 można stwierdzić, że **jakość IR jest nieco ważniejsza na etapie podejmowania decyzji o wprowadzeniu spółki do portfela inwestycyjnego, niż na etapie korekty jego struktury (66% vs. 49%)**.

Wykres 4. Rozkład odpowiedzi na pytanie zamknięte: „Czy zła jakość relacji inwestorskich jest dla Ciebie powodem ograniczenia bądź wycofania się z inwestycji?” (%)



Źródło: badania własne.

### Wartość dodana relacji inwestorskich

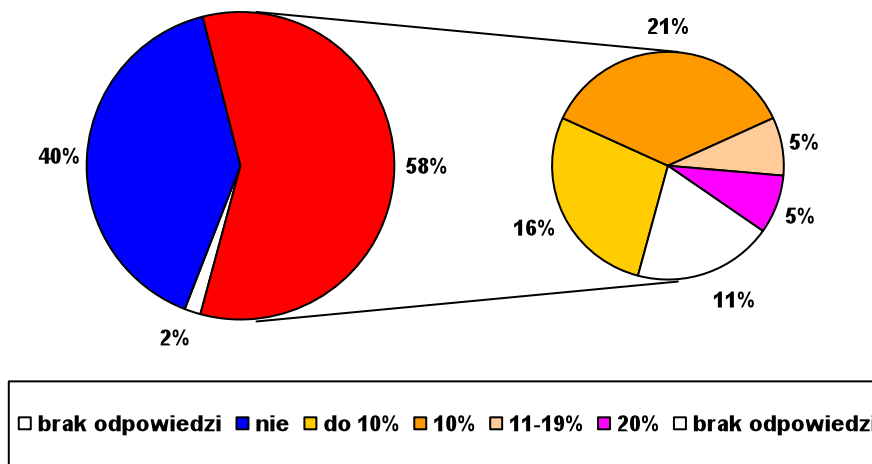
Interesująca wydaje się także analiza deklaracji gotowości indywidualnych inwestorów do zapłacenia pewnej premii za lepszą jakość relacji inwestorskich – czyli de facto – transparentność spółki. **Aż 47% ankietowanych wyraziło gotowość zapłacenia pewnej dodatkowej premii za transparentność**, począwszy od 0,1% aż po 20%. Interesujące, że w obu próbach udział osób deklarujących gotowość zapłaty premii wynosi około połowy. Ponadto 6 z 7 respondentów wyrażających gotowość zapłaty dodatkowej premii na poziomie 20%, legitymuje się przynajmniej 10 letnim stażem inwestowania na giełdzie.

Tak więc uogólniając, **47% respondentów gotowych jest zapłacić jakąś dodatkową premię za transparentność firmy, przy czym 17% ogółu respondentów deklaruje poziom przynajmniej 10%**. Graficznie zaprezentowano to na wykresie 5.

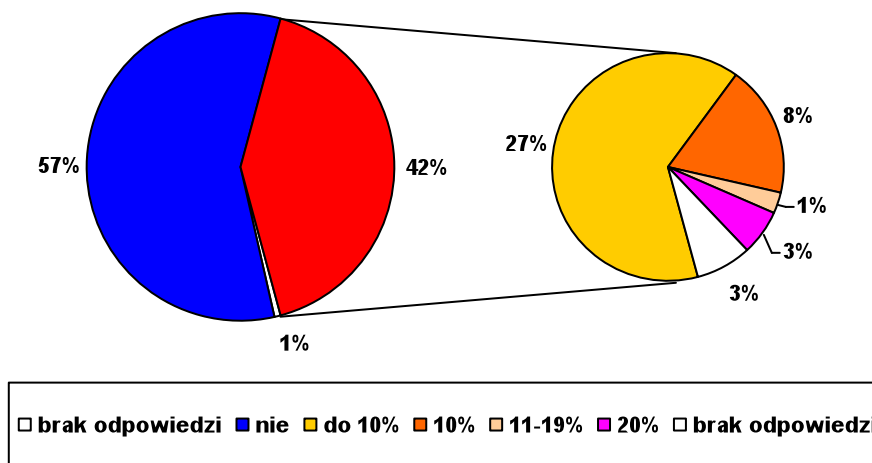
Nawet gdyby deklaracje o gotowości do zapłaty premii potraktować z najwyższą ostrożnością badawczą, to wypowiedzi te stanowią jednak pewien dowód determinacji inwestorów w poszukiwaniu wiarygodności i rzetelności na rynku finansowym.

Wykres 5. Rozkład odpowiedzi na pytanie zamknięte: „Czy byłbyś gotowy za lepszą jakość relacji inwestorskich/transparentność spółki, zapłacić premię?” oraz na pytanie otwarte: „Ile procent?”

a) badanie pilotażowe



b) badanie główne



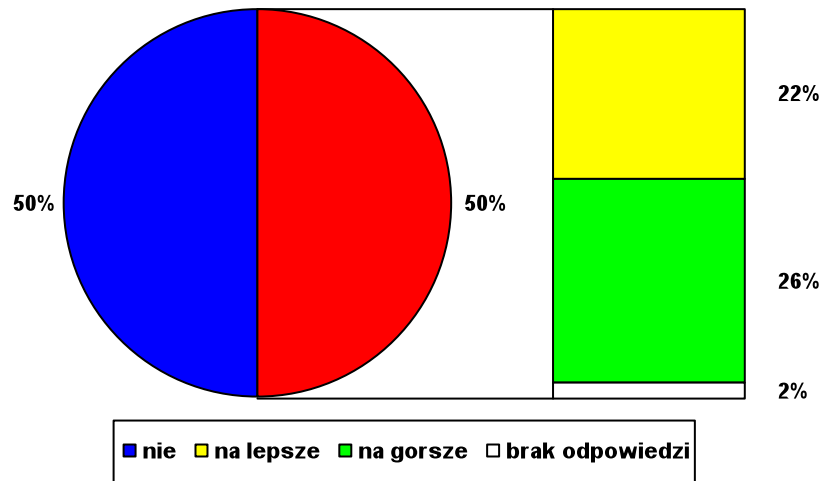
Źródło: badania własne.

### Relacje inwestorskie w okresie kryzysu finansowego

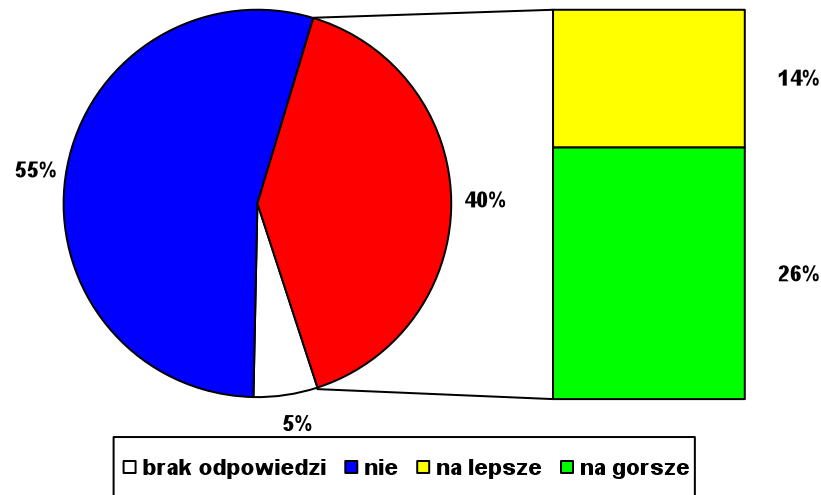
Z pewnością interesująca jest opinia indywidualnych inwestorów na temat jakości komunikacji spółek z uczestnikami rynku w czasie trwania obecnego kryzysu finansowego. Inwestorzy mają na ten temat dość krytyczne zdanie. Opinie respondentów podzieliły się prawie po połowie w obu próbach: **połowa nie zaobserwowała żadnych zmian w komunikacji spółek, natomiast połowa stwierdziła, że zmiany takie zaobserwowało, ale w tej grupie respondentów nie było jednomyślności co do kierunku tych zmian – przeważają jednak osoby które uznały, że w okresie kryzysu relacje inwestorskie spółek się pogorszyły.** Graficznie zaprezentowano to na wykresie 6.

Wykres 6. Rozkład odpowiedzi na dwa pytania zamknięte: „Czy zaobserwowałeś zmiany w relacjach inwestorskich spółek w okresie kryzysu?” „Jeżeli tak, to na lepsze czy na gorsze?”

a) badanie pilotażowe



b) badanie główne



Źródło: badania własne.

Ponadto respondenci mogli sformułować uzasadnienie wyrażonej przez siebie opinii. Część z nich skorzystała z tej możliwości. Poniżej, w tabeli 1, zaprezentowano wybrane z tych uzasadnień.

Tabela 1. Komentarze sformułowane przez indywidualnych inwestorów dotyczące zmiany jakości IR w okresie kryzysu.

Charakter zmian	Uzasadnienia
Korzystne	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ lepszy kontakt ze spółkami</li> <li>+ szybsze odpowiedzi ze strony spółek</li> <li>+ częstsze spotkania z inwestorami</li> <li>+ na stronie internetowej więcej prezentacji wyników</li> <li>+ lepsze wykorzystanie Internetu</li> <li>+ pojawiła się rzetelność [opinia inwestującego od 1993 r.]</li> <li>+ walka o inwestorów</li> <li>+ szczegółowe informowanie o zdarzeniach w spółce</li> <li>+ pojawia się więcej informacji</li> <li>+ wydzielenie specjalnych działów w spółce i osób do osobistego kontaktu</li> </ul>
Niekorzystne	<ul style="list-style-type: none"> <li>- przesunięcie terminu publikacji wyników kwartalnych</li> <li>- ogólniki, przymiotniki zamiast prognoz, wskaźników, danych liczbowych</li> <li>- ukrywanie faktów, problemów finansowych (np. opcje walutowe)</li> <li>- unikanie komunikowania o złych wynikach, a nawet zaprzestanie jakiegokolwiek komunikacji; świetny przykład to spółka Duda</li> <li>- spółki nie umieją mówić o złej sytuacji, odpowiadają na pytania zdawkowo</li> <li>- zarządy ukrywają „niewygodne” fakty</li> <li>- mniejsza ilość informacji i spotkań</li> <li>- wystąpienia prezesów i innych osób związanych ze spółką często mijające się z prawdą</li> </ul>

Źródło: badania własne.

### Liderzy w zakresie relacji inwestorskich w Polsce

Inwestorzy mogli także wskazać – ich zdaniem – **3 najlepsze i 3 najgorsze spółki z punktu widzenia relacji inwestorskich**. Ankietowani często unikali odpowiedzi na to pytanie stwierdzając, że nie mają oceny całości rynku, że z braku czasu skupiają się na analizie jedynie pewnej grupy spółek. Ewentualnie ograniczali się do stwierdzeń, że najlepsze są w spółkach z WIG20, w bankach, a najgorsze w spółkach małych bądź z tzw. listy alertów GPW, że generalnie spółki z NewConnect mają niższą jakość komunikacji z rynkiem, choć wymieniano tu również spółki zagraniczne. Jednak 60% inwestorów (128 osób) wskazało pewne spółki, chociaż oczywiście należy uwzględnić to, że po części z pewnością odzwierciedlają one preferencje inwestycyjne badanych.

Uogólniając, znacznie więcej wymieniano spółek-liderów negatywnych niż pozytywnych. Zdecydowanym liderem – niestety negatywnym – jest spółka Duda. Ponadto często była ona wskazywana jako pierwsza, czyli jako pierwsza przychodziła na myśl inwestorom.

Najwięcej wskazań negatywnych miała, wspomniana już, spółka Duda – wymieniło ją aż 55 na 128 inwestorów (43%), natomiast najczęściej wskazań pozytywnych uzyskała spółka KGHM – wskazało ją 41 inwestorów (32%). **Nie można więc stwierdzić, że na rynku w zakresie relacji inwestorskich występuje grupa liderów, chociaż można już zidentyfikować pewną grupę liderów negatywnych.** Uzyskane wyniki zestawiono w tabeli 2. Uwzględniono w niej te spółki, które zostały wskazane

przynajmniej przez dwóch inwestorów. Spółki które zostały wskazane tylko przez jednego inwestora - pominięto. Kolorem zaznaczono te spółki, które zostały wskazane przez inwestorów zarówno w grupie najlepszych, jak i najgorszych. Zwraca pod tym względem uwagę spółka TP SA, którą 6 inwestorów wskazało jako lidera pozytywnego i dokładnie tyle samo inwestorów wymieniło ją jako lidera negatywnego. Jednocześnie należy zwrócić uwagę na fakt, że **spółkę Duda wymieniano jedynie w grupie najgorszych, a KGHM jedynie w grupie najlepszych**. Należy ponadto podkreślić fakt, że wśród wyróżnionych pozytywnie spółek wymieniano Telestradę – spółkę z NewConnect. Wskazało ją 6 inwestorów.

Tabela 2. Rozkład odpowiedzi na pytanie otwarte: „Wymień 3 najlepsze i 3 najgorsze spółki – Twoim zdaniem – z punktu widzenia relacji inwestorskich”.

Liczba wskazań	najlepsze	najgorsze
55	-	<b>Duda</b>
41	<b>KGHM</b>	<b>Bioton</b>
27	PKO BP	-
23	PKN Orlen	-
16	Lotos	-
12	TVN	-
10	BRE Bank	-
9	Asseco Poland	Fon
8	Ciech	Monnari
7	Agora, Cinema City, MCI	-
6	BZ WBK, Getin Bank, Kęty, Pekao SA, Telestrada, TP SA	TP SA
5	PBG	Pronox
4	Bioton, Cyfrowy Polsat, GTC, Polimex MS	Getin Bank, IB System, Optimus, Plaza Center
3	ATM, Kopex, Stalprodukt, ZA Puławy	Agora, Amica, BMP AG, CEZ, Mewa, PKN Orlen, PKO BP, Plastbox, Ulma, Żurawie
2	AmRest, Barlinek, Comarch, Dom Development, Gant, HTML Strefa, Millennium, Mostostal Zabrze, Point Group, Police	Advadis, Cersanit, Hutmen, IDM, Kolastyna, Midas, PC Guard, PGF, Pekao SA, Petrolinvest, Polnord, Ponar Wadowice, Sanwil, Skotan, Swarzędz, TVN, Vistula, WDM, Wilbo, Wistil

Źródło: badania własne.

## 9. Zaufanie do wiadomości przekazywanych przez spółki

Bardzo optymistycznym jest, że aż **64% inwestorów wierzy wiadomościom przekazywanym przez spółki**, a jedynie 26% im nie wierzy (10% nie wyraziło swojej opinii w tym zakresie). Jednocześnie jednak aż **47% ankietowanych potrafiło podać** (w pytaniu otwartym) **przykłady błędnych informacji przekazywanych przez spółki bądź przykłady dezinformacji inwestorów!** Po analizie komentarzy dotyczących zaufania do wiadomości przekazywanych przez spółki okazuje się jednak, że **zaufanie to jest bądź warunkowe bądź ograniczone i zawiera klauzulę „wierzę, ale...”** Poniżej przytoczono kilka z komentarzy sformułowanych przez inwestorów:

- wierzę, ale do pierwszej zdrady. Jak spółka raz oszuka, to staram się z nią rozstać i już nigdy nie wracać.



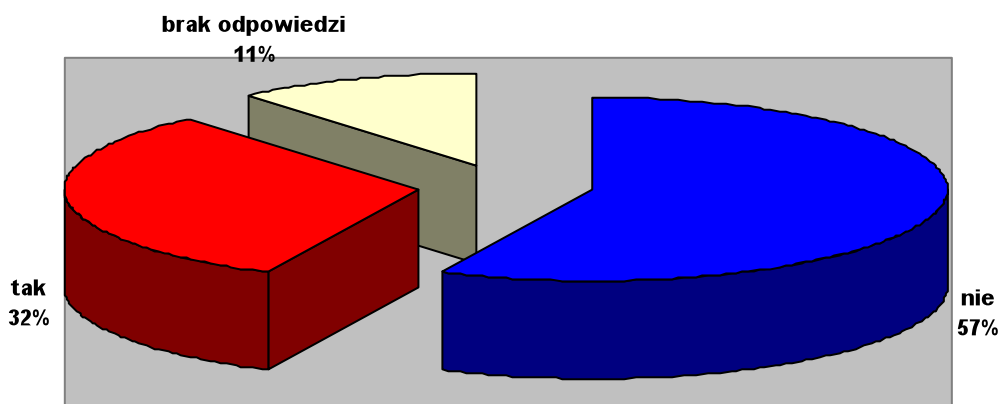
- wierzę w wiadomości, ale próbuję je weryfikować i nie ufać im w pełni.
- jeżeli są to podawane przez spółki fakty to owszem, wierzę. Lecz jeżeli są to zapowiedzi, zapewnienia, obietnice, przewidywania, to wówczas biorę na to poprawkę.
- wierzę ale nie do końca z powodu braku jakiegokolwiek formy rozliczenia z wcześniej wyrażonych obietnic (przykład Duda).
- wierzę, ale z wieloma zastrzeżeniami.
- wierzę tak w 90%.
- raczej tak, tylko że nie o wiarę lecz o pewność tu chodzi.
- wierzę, ale stosuję zasadę ograniczonego zaufania.

## Akcjonariusz jako właściciel

Znamienne, że **jedynie 32% badanych czuje się właścicielami spółki, której akcje posiada** (wykres 7). Jest to bardzo niepokojące zjawisko, ponieważ istotą kapitalizmu jest przecież własność i korzystanie z pełni praw związanych z własnością.

Prawem korporacyjnym związanym z akcjami jest prawo uczestniczenia w WZA, które umożliwia skorzystanie z innych praw korporacyjnych. Tymczasem jedynie **12%** respondentów z badania głównego **uczestniczy w WZA** (od 1 do 6 rocznie). Jako usprawiedliwienie przede wszystkim przewijał się argument konieczności poświęcenia czasu kosztem obowiązków zawodowych oraz kosztów dojazdu. Inwestorów zniechęcają ponadto zbyt skomplikowane procedury zarejestrowania się na WZA. Stwierdzali jednak, że jeżeli zostanie umożliwiony dostęp do WZA drogą elektroniczną, to wówczas zdecydowanie ich aktywność ulegnie zwiększeniu. Oczywiście formułowano również uzasadnienia bardziej wygodne typu: „bo uważam, że to nie wiele zmieni”.

Wykres 7. Rozkład odpowiedzi na pytanie zamknięte: „Czy czujesz się współwłaścicielem spółki akcyjnej, której akcje posiadasz?” (%)



Źródło: badania własne.

## 11. Komentarze indywidualnych inwestorów w odniesieniu do relacji inwestorskich

Dla lepszej ilustracji wyników przeprowadzonego badania celowe jest przytoczenie komentarzy sformułowanych przez ankietowanych. Poniżej przytoczono wybrane wypowiedzi indywidualnych inwestorów dotyczące działalności spółek oraz komunikacji z inwestorami:

- PRAWDY !
- podniesienie jakości raportów okresowych, odpowiadanie na zapytania mailowe, równe traktowanie inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych.
- prezentowanie prawdziwych i aktualnych informacji, nie wprowadzających inwestora w błąd.
- udostępnianie informacji na temat prognoz, wyników, strategii i planów rozwoju.
- prezentacji inwestycji, w tym zapraszanie na otwarcie nowych obiektów, zwiedzanie zakładów.
- występuje brak sprawnej komunikacji, co w dobie Internetu jest żenujące i świadczy o 'nie poważnym' traktowaniu inwestorów.
- występuje konieczność odnoszenia się do przyszłości. Obecnie IR w Polsce skupia się na tym, co już było.
- podejście IR do inwestorów bardziej przypomina celowe działania marketingowe niż relacje inwestorskie. Sądzę, że u podnóża błędnego podejścia do przekazywanych informacji tkwi właśnie problem IR.
- przede wszystkim należy wyodrębnić osobny dział IR (nie wszystkie spółki mają), który skupi się na kontaktach zewnętrznych.
- strony www powinny być ujednolicone, aby wszystkie spółki miały ten sam układ na stronie.
- należy pisać prawdę i tylko prawdę, nawet najgorszą, w sposób zrozumiały i w kontekście wydarzeń. Mniej chęćstwa, więcej faktów. Zamiast publikacji prognoz - wstępne wyniki, ale za to maksymalnie szybko. Mniej raportów okresowych, za to szybciej udostępnianych. Sprawozdanie roczne nie powinno być materiałem dla biznesowych archeologów.
- powinny być relacje inwestorskie ujmowane zawsze w połączeniu i odniesieniu do finansów. W Polsce niestety wiele osób utożsamia relacje inwestorskie z rodzajem działań PR czy też marketingowych. Narzędzia bywają podobne, ale IR to nie PR!
- jeśli już tworzone są bardzo szerokie wymagania informacyjne, to należy zapewnić sprawny nadzór na ich wypełnianiem. KNF tego nie robi, a wymiar sprawiedliwości to fikcja na rynku kapitałowym. Czas skończyć z wiarą, że ilość zastąpi jakość.

## **Zakończenie**

Jak wynika również z niniejszego opracowania, współczesne społeczeństwo to coraz bardziej świadomi swoich praw i pozycji obywatele, inwestorzy, klienci, konsumenci, coraz lepiej wyedukowani ekonomicznie i finansowo. Dlatego też formułują oni coraz wyraźniejsze oczekiwania wobec przedsiębiorstw, w tym spółek, których akcje notowane są na giełdach. Z badania przeprowadzonego wśród inwestorów indywidualnych na temat relacji inwestorskich wynika, że spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie muszą jeszcze istotnie usprawnić swoją komunikację z rynkiem. Najważniejsze jednak, że inwestorzy wciąż ufają wiadomościom przekazywanym ze spółek. Utrata tego kapitału zaufania mogłaby wywołać katastrofę nie tylko na rynku kapitałowym, ale w ogóle rynku finansowym. Bardzo niepokoić powinno jednak to, że indywidualni inwestorzy raczej nie czują się współwłaścicielami spółek, których akcje posiadają, ani nie korzystają ze swoich praw rezygnując z możliwości uczestniczenia w WZA. Fundamentalna jest bowiem kwestia: czy budujemy zdrowy kapitalizm właścicielski, czy też może kapitalizm spekulacyjny, bez nadzoru właścicielskiego? Wydaje się jednak, że bez reaktywacji nadzoru sprawowanego przez właściciela nie uda się zapobiec wystąpieniu kolejnych głębokich kryzysów gospodarczych.