

Dagmara Gad*

Tożsamość inwestora dominującego w spółkach portfelowych funduszy akcji

Wstęp

Fundusze inwestycyjne stanowią ważny element rynku kapitałowego, gdyż dokonują alokacji kapitału powierzonego im przez zewnętrzne jednostki. Wydaje się, że w przypadku funduszy inwestycyjnych posiadających odpowiednie zaplecze kadrowe alokacja ta nie opiera się na spekulacji, ale wynika z przemyślanej, kompleksowej, długoterminowej strategii inwestycyjnej. Tym samym decyzje inwestycyjne funduszy inwestycyjnych są ważną informacją dla całego rynku kapitałowego. Inwestycja w daną spółkę publiczną może wskazywać, iż jest to jednostka o stabilnej sytuacji finansowej. Można również oczekiwać, że sytuacja ta nie zmieni się w najbliższej przyszłości. Należy jednak pamiętać, że w portfelu inwestycyjnym funduszy dokonywana jest dywersyfikacja ryzyka, dlatego nie należy sugerować się inwestycją w pojedynczą spółkę.

Od inwestorów instytucjonalnych, w tym od funduszy inwestycyjnych, oczekuje się, że będą oni sprawowali aktywny nadzór korporacyjny. Mowa tu np. o mechanizmie bezpośrednim, o którym pisze się w literaturze przedmiotu [Solomon, 2007, s. 119]. Efektywność nadzoru korporacyjnego zależy od struktury własności oraz od tożsamości inwestorów, którzy ulokowali swój kapitał w spółce. Wydaje się, że inaczej rozlokowane są „siły” w spółce, gdy mamy do czynienia ze skoncentrowaną własnością, a inaczej, gdy własność ta jest rozproszona. Istotne znaczenie ma również to, czy własność skupiona jest w ręku inwestora indywidualnego czy instytucjonalnego. W tym kontekście uzasadnione wydają się być badania empiryczne dotyczące struktury własnościowej spółek publicznych wchodzących w skład portfeli funduszy inwestycyjnych akcji.

Badania nad strukturą własnościowo-kontrolną były prowadzone zarówno w kraju, jak i za granicą. Problem ten był podejmowany m.in. przez takich badaczy, jak: S. Prowse [1992], R. La Porta, F. Lope-de-Silanes, A. Shleifer [1998]. W Polsce badania w obszarze struktury własności prowadzili m.in.: P. Tamowicz i M. Dzierżanowski [2002], M. Dzierżanowski

* Mgr, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Rewolucji 1905 r. 41/43, 90-214 Łódź, dagmara.gad@gmail.com

[2003], M. Aluchna [2007b; 2015], P. Urbanek [2009], A. Adamska [2013b], D. Malinowska [2013].

Celem artykułu jest identyfikacja tożsamości inwestora dominującego w spółkach portfelowych funduszy akcji. Przyjęto założenie, iż tożsamość inwestora dominującego spółki publicznej, w którą inwestuje fundusz akcji, odzwierciedla w pewnym zakresie jego strategię inwestycyjną.

Wyniki badań wskazują, że fundusze akcji inwestują w spółki o wysokim poziomie koncentracji własności. Najczęściej występującym inwestorem dominującym w spółkach portfelowych funduszy akcji jest inwestor branżowy.

Wnioski badawcze sformułowano na podstawie analizy raportów rocznych pięciu wybranych funduszy akcji oraz raportów rocznych 157 spółek publicznych notowanych na GPW, które wchodzi w skład portfela inwestycyjnego funduszy akcji. W artykule wykorzystano metodę indukcji.

1. Inwestorzy jako uczestnicy rynków kapitałowych

Rynek kapitałowy jest ważnym elementem współczesnej gospodarki rynkowej. W krajach anglosaskich stanowi on kluczowe źródło finansowania działalności spółek publicznych. W Europie Kontynentalnej dużo większe znaczenie z punktu widzenia finansowania działalności spółek pełni sektor bankowy, natomiast sytuacja na rynku kapitałowym stanowi swego rodzaju barometr kondycji gospodarki.

Niewątpliwą korzyścią z posiadania statusu spółki publicznej, notowanej na rynku podstawowym, jest to, iż status ten uwiarygodnia dany podmiot w oczach zarówno kontrahentów, jak i klientów. Biorąc pod uwagę atrakcyjność danej spółki dla obecnych i potencjalnych inwestorów, ważna jest struktura właścicielska, w tym tożsamość inwestora dominującego. Jak wskazuje się w literaturze, tożsamość inwestora posiadającego kontrolny pakiet akcji ma wpływ na sposób zarządzania spółką czy też na stosowane mechanizmy kontrolne i monitorujące. W przypadku spółek publicznych notowanych na GPW można wyróżnić następujące rodzaje inwestorów: inwestor strategiczny branżowy, inwestor indywidualny, Skarb Państwa, a także inwestor instytucjonalny finansowy [Urbanek, 2009, s. 387].

Szczególnym rodzajem inwestora, który występuje w wielu spółkach na polskim rynku kapitałowym, jest inwestor strategiczny, tzw. branżowy. Głównym jego celem jest pozyskanie kontroli nad spółką. Posiadając większościowy pakiet akcji, monitoruje decyzje zarządów. Efektywny monitoring decyzji podejmowanych przez zarząd jest możliwy dzięki dostępowi inwestora do informacji m.in. dotyczących danej branży czy też jego wiedzy i doświadczeniu. Koszty podejmowania działań dyscyplinujących kierownictwo są z reguły niższe od kosztów wyjścia ze spółki. Sprzedaż większej

liczby akcji powoduje na ogół spadek ich ceny. Inwestor branżowy jest nastawiony na długoterminowe przedsięwzięcia inwestycyjne [Urbanek, 2009, s. 388]. Inwestorzy branżowi ingerują w działalność podmiotu przez radę nadzorczą i zarząd, realizując cele nie zawsze zgodne z oczekiwaniami akcjonariuszy mniejszościowych, którzy oczekują wzrostu wartości spółki oraz wysokich dywidend [Dziawgo, 2011, s. 44].

Istotny udział na polskim rynku kapitałowym mają również inwestorzy indywidualni. W przypadku tego typu inwestora często występuje brak oddzielenia własności od zarządzania. Inwestor indywidualny posiadający znaczący pakiet akcji pełni zwykle funkcje prezesa/członka zarządu bądź też przewodniczącego/członka rady nadzorczej. Będąc właścicielem znaczącego pakietu akcji, jest zmotywowany do monitorowania działalności będącej przedmiotem inwestycji. Posiadanie kontrolnego pakietu głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (często dzięki posiadaniu akcji uprzywilejowanych) umożliwia kształtowanie składu rady nadzorczej, która w imieniu inwestora indywidualnego kontroluje podejmowane przez zarząd spółki działania.

Kolejnym rodzajem inwestora jest Skarb Państwa wraz z jednostkami powiązаныmi z sektorem finansów publicznych. W literaturze nie ma jednoznacznej opinii na temat zachowań Skarbu Państwa jako inwestora dominującego. A. Adamska [2013, s. 196] podkreśla rolę Skarbu Państwa jako znaczącego akcjonariusza nie tylko w skali spółek, w które inwestuje, ale także w skali całego rynku akcji. Zauważa, że sposób sprawowania przez niego kontroli wpływa w większym stopniu niż w przypadku innych inwestorów na kształtowane się standardów nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym. Skarb Państwa nie zachowuje się jak typowy inwestor portfelowy. Jest akcjonariuszem długoterminowym, który jest aktywny w zakresie nadzoru korporacyjnego poprzez branie udziału w podejmowaniu decyzji dotyczących spółek, których akcje posiada. Ponadto bierze aktywny udział w procesie wyboru członków władz spółek (zarówno zarządu, jak i rady nadzorczej). Tymczasem S. Rudolf [1998, s. 21] stwierdził, że Skarb Państwa jako właściciel jest mało zaangażowany w działalność spółki. Oczekiwania właściciela i jego preferencje nie są znane członkom rad nadzorczych. Reprezentanci Skarbu Państwa nie są zainteresowani wymianą informacji z radą. Zatem brak efektywności nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa wynika z braku zaangażowania i aktywności ze strony przedstawicieli Skarbu Państwa.

Inwestorzy instytucjonalni są to instytucje, którym zostały powierzone środki indywidualnych podmiotów, celem ich efektywnego zarządzania [Malinowska, 2012, s. 564]. Do tej grupy inwestorów zalicza się: fundusze

inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki oraz towarzystwa ubezpieczeniowe [Dreyer, 2005, s. 229]. Inwestorzy instytucjonalni co do zasady dysponują potencjałem do pełnienia funkcji aktywnego akcjonariusza [Kołodkiewicz, 2002, s. 219]. Ta grupa inwestorów dysponuje zarówno zasobami, jak i wiedzą, dzięki którym, posiadając znaczący pakiet akcji, efektywnie monitorują zarządy ograniczając im realizację własnych celów [Aluchna, 2007a, s. 82–83]. Ich aktywność przejawia się m.in. w uczestnictwie w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy poprzez czynny udział w głosowaniu. Ponadto są otwarci na spotkania „w cztery oczy” z przedstawicielami zarządu spółki, będącej ich przedmiotem inwestycji, celem otrzymania informacji na temat strategii działalności spółki [Solomon, 2007, s. 119]. Inwestorzy instytucjonalni koncentrują się na celach długookresowych [Aluchna, 2007a, s. 91], jednak, jak zauważył P. Urbanek [2009, s. 388], horyzont czasowy inwestorów instytucjonalnych ulega wyraźnemu skróceniu. Przyczyn tego zjawiska można dopatrywać w obowiązku sporządzania bieżących raportów, co wiąże się z istotnością krótkoterminowych wyników spółki.

2. Fundusz akcji jako specyficzny uczestnik rynku kapitałowego

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które tworzą fundusze inwestycyjne, stanowią obok funduszy emerytalnych, zakładów ubezpieczeń oraz domów maklerskich najbardziej znaczące instytucje pośrednictwa finansowego.

W ostatnich kilkunastu latach obserwuje się dynamiczny rozwój instytucji finansowych w Polsce, który jest konsekwencją rosnącego znaczenia systemu finansowego we współczesnej gospodarce. Coraz częściej wykorzystywaną formą przekazywania kapitału od kapitałodawców do kapitałobiorców jest pośrednictwo finansowe. Pośrednicy finansowi dysponują odpowiednimi zasobami kadrowymi, a także odpowiednim zapleczem technicznym i technologicznym służącym przeprowadzaniu analiz rynkowych, dzięki czemu przyczyniają się do znacznego obniżenia kosztów transakcji zawieranych na rynku finansowym. Z kolei wolumen dokonywanych przez nich transakcji umożliwia osiągnięcie korzyści skali przez redukcję kosztów pojedynczej transakcji [Stańczak-Strumiłło, 2013, s. 9].

Pierwsze fundusze inwestycyjne pojawiły się w latach 90. XX wieku [Dobosiewicz, 2008, s. 7]. Od tego czasu można obserwować ich szybki rozwój. Istotą funduszy inwestycyjnych jest połączenie zasobów kapitałowych indywidualnych inwestorów w celu wspólnego ich inwestowania [Kościelniak, 1998, s. 21].

Istnieje wiele różnych typów funduszy inwestycyjnych, które różnią się między sobą: stopniem ryzyka, które potencjalny inwestor dysponujący

nadwyżkami finansowymi jest skłonny ponieść, oraz okresem inwestycji [Poradnik uczestnika funduszu inwestycyjnego, 2015].

Jednym z rodzajów funduszy inwestycyjnych jest fundusz akcji. Jest to tzw. fundusz agresywny, który jest obarczony największym ryzykiem, ale zarazem może wygenerować bardzo wysoką stopę zwrotu. Fundusz, jak sama nazwa wskazuje, inwestuje przede wszystkim w akcje spółek. W literaturze podaje się różne progi odnośnie do udziału w portfelu akcji. R. Mroczkowski wskazuje, że gdy udział w aktywach funduszu akcji oraz innych udziałowych papierów wartościowych wynosi co najmniej 66% to spełniony jest warunek i można mówić o funduszu akcji [Mroczkowski, 2011, s. 150]. Tymczasem G. Kościelniak twierdzi, że w przypadku funduszy akcji zwykle 80% wartości inwestycji stanowią akcje spółek. Pozostałą część portfela stanowią bony skarbowe, które są kupowane tylko z uwagi na konieczność zapewnienia płynności w sytuacji, gdy nabywca jednostek udziałowych zażyczyłby sobie szybkiej wypłaty wartości tych udziałów. W takiej sytuacji fundusz uzyskuje środki ze sprzedaży posiadanych bonów skarbowych [Dobosiewicz, 2008, s. 70]. Dobór spółek do portfela inwestycyjnego funduszu akcji poprzedzony jest wnikliwą analizą poszczególnych spółek¹. Nie wszystko jednak można racjonalnie przewidzieć. Specjaliści zajmujący się tworzeniem portfeli inwestycyjnych funduszy poza wiedzą na temat poszczególnych spółek korzystają również z umiejętności przewidywania kształtowania się trendów.

3. Inwestor dominujący w spółkach portfelowych wybranych funduszy akcji – badania pilotażowe

W Polsce funkcjonują 44 fundusze akcji², których głównym przedmiotem inwestycji są spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W ramach badania sprawdzono, czy fundusze akcji inwestują w spółki, w których występuje inwestor dominujący. Zidentyfikowano również tożsamość inwestora dominującego w tych spółkach. Badaniu poddano: pięć funduszy akcji (ALLIANZ Akcji, KBC Akcyjny, Open Akcji, UNIKORONA akcje, NOVO Akcji) oraz 157 spółek publicznych notowanych na warszawskiej giełdzie, których akcje wchodziły w skład portfela inwestycyjnego pięciu wyżej wymienionych funduszy.

Przeprowadzone badanie miało charakter wstępny. Fundusze akcji zostały wybrane w sposób losowy. Dane do badania zostały pozyskane ze stron internetowych poszczególnych towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI), które zarządzają analizowanymi funduszami akcji. TFI ma obowiązek publikacji raportów okresowych, zawierających m.in. sprawozdania

¹ Szerzej na temat analizy spółek w: [Nawrocki, Jabłoński, 2011].

² Stan na dzień 31.01.2017.

finansowe. Ponadto fundusz inwestycyjny z wydzielonymi subfunduszami ma obowiązek publikacji jednostkowego sprawozdania finansowego każdego subfunduszu oraz połączonych sprawozdań finansowych obejmujących wszystkie subfundusze [Mroczkowski, 2011, s. 347]. W sprawozdaniach finansowych znajdują się szczegółowe informacje na temat portfeli inwestycyjnych każdego funduszu (subfunduszu). W procesie gromadzenia danych zostały również wykorzystane raporty roczne spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie, w których udziały posiadają fundusze akcji.

Metodą badawczą wykorzystaną w przeprowadzonym badaniu była analiza danych ujawnianych przez fundusze akcji oraz spółki publiczne wchodzące w skład portfela inwestycyjnego analizowanych funduszy akcji.

W pierwszym etapie zbadano spółki portfelowe pięciu funduszy akcji pod względem koncentracji własności. W niniejszym badaniu własność skoncentrowana rozumiana jest jako występowanie jednego największego akcjonariusza, który posiada przynajmniej 30% udziałów spółki. Tymczasem własność rozproszona rozumiana jest jako brak występowania właściciela posiadającego co najmniej 30% akcji spółki³.

Analiza portfeli inwestycyjnych funduszy akcji wskazuje, że inwestują one zarówno w spółki, w których występuje inwestor dominujący, jak i spółki, które go nie posiadają. Można jednak zauważyć, że w portfelu analizowanych funduszy znajduje się więcej spółek o skoncentrowanej własności (od 56,84% w ALLIANZ Akcji do 67,31% w Open Akcji) (tab. 1).

Tablica 1. Koncentracja własności w spółkach portfelowych wybranych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)

		Rodzaje własności		
		własność skoncentrowana	własność rozproszona	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	54	41	95
	% próby	56,84%	43,16%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	35	26	61
	% próby	57,38%	42,62%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	35	17	52
	% próby	67,31%	32,69%	100,00%
UNIKORONA akcje	Liczba spółek	39	26	65
	% próby	60,00%	40,00%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	37	24	61
	% próby	60,66%	39,34%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne.

³ W analogiczny sposób koncentrację własności zdefiniowała M. Aluchna [2015, s. 239].

Istotne wydaje się być porównanie otrzymanych wyników z wynikami uzyskanymi przez M. Aluchną [2015, s. 233, 241], która zbadała 100 spółek notowanych w roku 2011 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okazuje się, że (przy uwzględnieniu progu znacznej koncentracji własności 30%) aż 71% zbadanych przez M. Aluchną spółek cechuje skoncentrowana struktura własności. Struktura portfela badanych funduszy akcji nie pokrywa się ze strukturą rynku w zakresie koncentracji własności. Na rynku zdecydowanie dominują spółki o skoncentrowanej własności, a w przypadku spółek portfelowych funduszy akcji dominacja własności skoncentrowanej nie była tak znacząca.

Drugi etap badania polegał na zidentyfikowaniu tożsamości inwestorów dominujących występujących w spółkach portfelowych analizowanych funduszy akcji (tab. 2). Analiza struktury własności spółek portfelowych funduszy akcji wskazuje na występowanie pewnej prawidłowości. We wszystkich analizowanych spółkach inwestor strategiczny posiadał ponad 30% udziałów (od 31,43% w Open Akcji do 43,59% w UNIKORONA akcje). Można domniemywać, że fundusze akcji preferują inwestycje w spółki kontrolowane przez inwestora branżowego ze względu na posiadaną przez niego wiedzę, doświadczenie, a także chociażby dostęp do rynków zbytu. Fundusz akcji, inwestując w takie spółki, zdaje sobie sprawę, że są to inwestycje długoterminowe, ale jednocześnie z dużym potencjałem wzrostu stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Tablica 2. Inwestor dominujący w spółkach portfelowych wybranych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)

		Typ inwestora					
		instytucjonalny	strategiczny (branżowy)	indywidualny	Skarb Państwa	pozostali*	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	3	23	14	10	4	54
	% próby	5,55%	42,59%	25,93%	18,52%	7,41%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	0	15	6	8	6	35
	% próby	0,00%	42,86%	17,14%	22,86%	17,14%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	0	11	11	10	3	35
	% próby	0,00%	31,43%	31,43%	28,57%	8,57%	100,00%

		Typ inwestora					
		instytu- cjonalny	strate- giczny (bran- żowy)	indywi- dualny	Skarb Państwa	pozo- stali*	suma
UNIKORONA akcje	Liczba spółek	1	17	8	9	4	39
	% próby	2,56%	43,59%	20,51%	23,08%	10,26%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	1	15	7	9	5	37
	% próby	2,70%	40,54%	18,92%	24,32%	13,52%	100,00%

* np. inwestor spoza branży

Źródło: Opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę kryterium geograficzne, we wszystkich analizowanych spółkach portfelowych funduszy akcji zagraniczny inwestor strategiczny posiadał większy udział w strukturze własności niż krajowy inwestor strategiczny (krajowy stanowił od 18,18% w Open Akcji do 35,29% w UNIKORONA akcje, a zagraniczny od 64,71% w UNIKORONA akcje do 81,82% w Open Akcji) (tab. 3).

Tablica 3. Inwestor strategiczny jako inwestor dominujący w spółkach portfelowych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)

		Inwestor strategiczny		
		krajowy	zagraniczny	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	6	17	23
	% próby	26,09%	73,91%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	4	11	15
	% próby	26,67%	73,33%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	2	9	11
	% próby	18,18%	81,82%	100,00%
UNIKORONA akcje	Liczba spółek	6	11	17
	% próby	35,29%	64,71%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	4	11	15
	% próby	26,67%	73,33%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne.

Fundusze akcji inwestują również w spółki, w których inwestorem dominującym jest inwestor indywidualny (udział inwestora indywidualnego w tych spółkach wynosi od 17,14% w KBC Akcyjny do 31,43% w Open

Akcji). Dominującymi inwestorami indywidualnymi byli zarówno członkowie zarządu, rady nadzorczej, jak i osoby fizyczne, które nie są powiązane ze spółką. W przypadku udziału inwestora indywidualnego w strukturze własności spółek portfelowych funduszy akcji nie można zidentyfikować wyraźnie zarysowanej prawidłowości co do jego rodzaju (tab. 4).

Tablica 4. Inwestor indywidualny jako inwestor dominujący w spółkach portfelowych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)

		Inwestor indywidualny			
		Członkowie zarządu	Członkowie rady nadzorczej	Pozostali	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	4	3	7	14
	% próby	28,57%	21,43%	50,00%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	1	2	3	6
	% próby	16,67%	33,33%	50,00%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	4	3	4	11
	% próby	36,36%	27,28%	36,36%	100,00%
UNIKorona akcje	Liczba spółek	4	2	2	8
	% próby	50,00%	25,00%	25,00%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	2	3	2	7
	% próby	28,57%	42,86%	28,57%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne.

Interesującym aspektem z punktu widzenia struktury własności spółek portfelowych funduszy akcji jest występowanie Skarbu Państwa w roli dominującego akcjonariusza. KBC Akcyjny inwestował w 8 spółek publicznych, w których Skarb Państwa jest inwestorem dominującym, UNIKorona Akcje i NOVI Akcji w 9 takich spółek, a ALLIANZ Akcji i Open Akcji w 10 takich spółek (tab. 2). Warto jednak zauważyć, że Skarb Państwa posiada powyżej 30% akcji tylko w 13 spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie [www.money.pl]. Wydaje się, że prawidłowość ta jest elementem strategii inwestycyjnej funduszy akcji. Każdy z badanych funduszy akcji inwestuje w spółki Skarbu Państwa, gdyż stanowią one bezpieczny przedmiot inwestycji.

Biorąc pod uwagę wielkość udziału w strukturze własności spółek portfelowych funduszy akcji, mniejsze znaczenie odgrywali pozostali

inwestorzy, do których zaliczono m.in. spółki działające w innej branży niż spółka, której są akcjonariuszem (udział od 7,41% w ALLIANZ Akcji do 17,14% w KBZ Akcyjny). Podobnie inwestorzy instytucjonalni (banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe) są większościami inwestorami w niewielkiej liczbie spółek publicznych. Warto nadmienić, że w przypadku gdy spółka portfelowa była bankiem, a właścicielem pierwszego pakietu akcji tej spółki był inny bank, to bank był traktowany jako inwestor branżowy a nie instytucjonalny.

Do interesujących wniosków prowadzi porównanie ustalonej w niniejszym badaniu tożsamości inwestora dominującego spółek portfelowych funduszy akcji z wynikami badań przeprowadzonych wśród spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie. Zgodnie z wynikami uzyskanymi przez M. Aluchną [2015, s. 241], biorąc pod uwagę dominującego akcjonariusza, największy udział mają inwestorzy branżowi (45%), na kolejnych miejscach są inwestorzy indywidualni (29%), inwestorzy finansowi (instytucjonalny) (14%) oraz Skarb Państwa (11%). Tylko w przypadku inwestora strategicznego wyniki uzyskane przez autorkę artykułu i M. Aluchną są do siebie zbliżone. Występowanie inwestora indywidualnego w portfelu inwestycyjnym funduszy akcji jest nieco mniejsze niż wskazuje struktura rynku w tym zakresie. Ponadto, porównując wyniki badań, warto zauważyć, że fundusze akcji chętnie inwestują w spółki kontrolowane przez Skarb Państwa.

Zakończenie

Niniejszy artykuł przedstawia wstępne wyniki badania przeprowadzone na 157 spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie, będących przedmiotem inwestycji pięciu wybranych funduszy akcji. Badanie dotyczy struktury własności i charakterystyki inwestora dominującego spółek portfelowych funduszy akcji. Analiza struktur własnościowych spółek portfelowych wybranych funduszy akcji wskazuje, że fundusze akcji inwestują w spółki o wysokim poziomie koncentracji własności. Spółki portfelowe, w których identyfikuje się inwestora dominującego, stanowią około 60% całego portfela. Tymczasem struktura rynku wskazuje, że udział spółek o wysokim poziomie koncentracji własności wynosi aż 71%.

Z przedstawionych wstępnych wyników badań wynika, że w przypadku około 40% spółek portfelowych funduszy akcji inwestorem dominującym jest inwestor branżowy (na polskim rynku kapitałowym udział inwestora branżowego wynosi 45%). Uzyskane wstępne wyniki wskazują jednocześnie, że fundusze akcji inwestują w spółki publiczne, w których inwestorem dominującym jest Skarb Państwa. Spółki te stanowią około 22% każdego portfela inwestycyjnego funduszu akcji.

Fundusze akcji, budując swój portfel inwestycyjny, mogą brać pod uwagę strukturę własności spółki, która ma być przedmiotem ich inwestycji. Wydaje się jednak, że struktura własności jest tylko jednym z wielu elementów branych pod uwagę podczas tworzenia strategii inwestycyjnych funduszy akcji.

Należy pamiętać, że przeprowadzone badanie jest badaniem wstępnym i obejmowało zaledwie 5 z 44 funduszy akcji inwestujących w spółki publiczne notowane na GPW, co stanowi zaledwie 11% całej populacji. Zagadnienie dotyczące tożsamości inwestora dominującego w funduszach akcji zostało jedynie nakreślone i wymaga dalszych pogłębionych badań. Kolejne badania będą obejmowały większą grupę badawczą, a dodatkowo brane będą pod uwagę inne czynniki, które mogą mieć wpływ na formułowanie strategii inwestycyjnej przez fundusze akcji, m.in. branża spółki, wyniki finansowe.

Literatura

- Adamska A. (2013a), *Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2.
- Adamska A. (2013b), *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2007a), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2007b), *Struktura własności a efektywność przedsiębiorstw. Przypadek polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 77, SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2015), *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Dobosiewicz Z. (2008), *Fundusze inwestycyjne, Prawo i Ekonomia*, Wydawnictwo Twigger, Warszawa.
- Dreyer J.C. (2005), *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynekocentrycznym*, w: K.A. Lis, H. Sterniczuk (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dzierżanowski M. (2003), *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, w: L. Pawłowicz, R. Wierzba (red.), *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk.
- <http://www.money.pl/gielda/akcjonariusze/810.html>, dostęp: 15.06.2017.
- Koładkiewicz I. (2002), *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Kościelniak G. (1998), *Fundusze powiernicze*, Wolters Kluwer, Warszawa.

- Malinowska D. (2012), *Inwestorzy instytucjonalni na polskim rynku kapitałowym na przykładzie spółek indeksu WIG20*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Malinowska D. (2013), *Forma kontroli w spółkach wchodzących w skład portfela inwestycyjnego inwestorów instytucjonalnych na przykładzie Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2.
- Mroczkowski R. (2011), *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Nawrocki T., Jabłoński B. (2011), *Inwestowanie na rynku akcji. Jak ocenić potencjał rozwojowy spółek notowanych na GPW w Warszawie*, CeDeWu, Warszawa.
- Poradnik uczestnika funduszu inwestycyjnego* (2015), Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl/poradnik,25/44,poradnik-uczestnika-funduszu-inwestycyjnego.html>, dostęp: 1.06.2017.
- Porta R., Lope-de-Silanes F., Shleifer A. (1998), *Corporate Ownership Around the World*, NBER Working Paper 6625, June.
- Prowse S. (1992), *The Structure of Ownership in Japan*, „The Journal of Finance”, Vol. 47, No. 3.
- Rudolf S. (1998), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw”, nr 12.
- Solomon J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Ltd, Chichester.
- Stańczak-Strumiłło K. (2013), *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M. (2002), *Własność i kontrola polskich korporacji*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Urbanek P. (2009), *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1.

Streszczenie

W literaturze podkreślana jest rola funduszy inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Dokonują one alokacji środków, które zostały im powierzone celem efektywnego zarządzania. Od tej grupy inwestorów oczekuje się aktywnego nadzoru.

Celem artykułu jest identyfikacja tożsamości inwestora dominującego w spółkach portfelowych funduszy akcji. Przyjęto założenie, iż tożsamość inwestora dominującego spółki publicznej, w którą inwestuje fundusz akcji, odzwierciedla w pewnym zakresie jego strategię inwestycyjną. Grupę badawczą stanowiło pięć funduszy akcji oraz 157 spółek publicznych notowanych na GPW, które wchodziły w skład portfela inwestycyjnego funduszy akcji. Do badania zostały wykorzystane informacje pochodzące z raportów rocznych TFI oraz raportów rocznych spółek publicznych.

Z przeprowadzonych badań wynika, że fundusze akcji chętnie inwestują w spółki, w których dominującym inwestorem jest inwestor branżowy. Ponadto

fundusze akcji inwestują w spółki, w których Skarb Państwa jest dominującym inwestorem.

Słowa kluczowe

fundusz akcji, inwestor dominujący, struktura własności

The Identity of the Dominant Investor in the Portfolio of the Stock Funds (Summary)

The literature emphasizes the role of investment funds in the capital market. The investment funds allocate funds which they received for effective management. This group of investors is expected to be active in supervision process.

The purpose of this article is to identify the identity of the dominant investor in the portfolio of the stock funds. It was assumed that the identity of the dominant investor of the public company being invested by stock fund reflects its investment strategy. The research group comprised five stock funds and 157 public companies listed on the Warsaw Stock Exchange that were a part of the portfolio of the stock funds. The data from annual reports of stock funds and annual reports of public companies was used for the study.

The research shows that the stock funds are tend to invest in the companies in which the industry investor is the dominant investor. What is more, the stock funds invest in companies in which the State Treasury is the dominant investor.

Keywords

stock fund, dominant investor, ownership structure

