

Alina Szewc-Rogalska*

Znaczenie krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych w Polsce

Wstęp

W warunkach finansjalizacji gospodarki obserwuje się wyraźny wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym oraz w strukturach własnościowych spółek giełdowych. Inwestorzy ci mogą sprawować nadzór korporacyjny zarówno w sposób bezpośredni, jak i stosując strategię wyjścia ze spółek, które nie kreują oczekiwanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. O rosnącej aktywności inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym świadczy ich coraz większy udział w obrocie akcjami spółek giełdowych. Obserwuje się wyraźne zróżnicowanie tej aktywności w zależności od pochodzenia inwestora instytucjonalnego (krajowy czy zagraniczny) oraz typu inwestora instytucjonalnego (fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe itp.). Przejawy i stopień tego zróżnicowania zależą od wielu czynników, w tym m.in. uwarunkowań prawno-ekonomicznych, specyfiki giełdowego rynku akcji (rynek główny czy rynek NewConnect).

Zarówno w teorii nauk ekonomicznych, jak i w praktyce gospodarczej prowadzona jest wielowątkowa dyskusja dotycząca przedstawionej problematyki. Dyskusja ta koncentruje się m.in. na roli inwestorów instytucjonalnych na rynku akcji, w strukturach własnościowych spółek giełdowych oraz w nadzorze korporacyjnym [Almazan i inni, 2005, s. 5–34; Ferreira, Matos, 2008, s. 499–533; Chen i inni, 2007, s. 279–305; Jeżak, 2010, s. 84; Campbell, 2011, s. 33–54; Szewc-Rogalska, 2012; Çelik, Isaksson, 2013, s. 1–7; Adamska, Urbanek, 2014, s. 81–102]. Problematyka podjęta w niniejszej pracy stanowi zatem próbę włączenia się do tych rozważań naukowych i nawiązuje do dyskusji mieszczącej się w ramach teorii nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*).

Celem artykułu jest określenie znaczenia krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych

* Prof. UR dr hab., Wydział Ekonomii, Uniwersytet Rzeszowski, ul. Ćwiklińskiej 2, 35-601 Rzeszów, aszewc@ur.edu.pl

w Polsce w latach 2007–2016. Cel główny pracy doprecyzowano za pomocą następujących celów cząstkowych:

- przedstawienie sposobów definiowania inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji, ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych,
- przeprowadzenie analizy tendencji zmian wartości obrotów akcjami z udziałem wyodrębnionych grup inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym GPW w Warszawie, jak i rynku NewConnect,
- określenie udziału krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji w Polsce,
- rozpoznanie zróżnicowania struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych.

Jako obiekt badań przyjęto krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, wyodrębnionych zgodnie z metodyką stosowaną na GPW w Warszawie. Metodyka ta opiera się na bardzo szerokim ujmowaniu inwestorów instytucjonalnych, co zostanie szerzej omówione w dalszej części artykułu. Podstawę badań empirycznych stanowią dane dotyczące wartości obrotów akcjami (od obu stron transakcji) z udziałem różnych typów inwestorów. Dane te są udostępniane przez GPW w Warszawie.

Dokonując wyboru metod badawczych, uwzględniono zarówno konieczność realizacji przyjęto celu głównego i celów szczegółowych, jak i specyfikę zebranego materiału empirycznego¹. Do dalszego zastosowania w niniejszej pracy przyjęto zatem następujące metody badawcze:

- badanie zmian wartości obrotów akcjami za pomocą wskaźników dynamiki (o podstawie stałej, o podstawie zmiennej oraz średni wskaźnik dynamiki wyznaczony jako średnia geometryczna),
- badanie struktury wartości obrotów akcjami w różnych przekrojach, tj. ze względu na typ inwestorów (instytucjonalni czy indywidualni), pochodzenie inwestorów instytucjonalnych (krajowi czy zagraniczni) oraz rodzaj krajowych inwestorów instytucjonalnych (szczegółowa klasyfikacja tych inwestorów zostanie omówiona w dalszej części niniejszej pracy),
- analiza porównawcza kształtowania się dynamiki i struktury wartości obrotów akcjami przy zastosowaniu różnych podstaw porównań (analiza w czasie, analiza porównawcza między inwestorami oraz analiza na odmiennych rynkach, tj. rynku głównym GPW w Warszawie oraz rynku NewConnect).

¹ Kwestia doboru metod badawczych w naukach ekonomicznych, zwłaszcza problem określenia, kiedy je stosować i w jakim zakresie, jest przedmiotem dyskusji w pracy: [Flejterski, 2007, s. 19–28].

1. Sposoby definiowania inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji

W literaturze występują trzy różne sposoby definiowania inwestorów instytucjonalnych. Do inwestorów instytucjonalnych w wąskim ujęciu należą fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i towarzystwa ubezpieczeniowe [Zamojska-Adamczak, 2006, s. 269–280; Sławiński, 2006; Adamska, Urbanek, 2014, s. 81–102]. Natomiast w szerszym ujęciu do tej grupy inwestorów – obok wymienionych – zalicza się również banki komercyjne i inwestycyjne [Dębski, 2007, s. 550].

W najszerszym ujęciu do inwestorów instytucjonalnych należą wszystkie podmioty dokonujące operacji na rynku kapitałowym, które nie są inwestorami indywidualnymi. Do inwestorów instytucjonalnych zalicza się zatem zarówno instytucje finansowe, jak i przedsiębiorstwa [Dziawgo, 2011, s. 41]. Takie ujęcie inwestorów instytucjonalnych znajduje odzwierciedlenie w statystykach prezentowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. W tych statystykach wyodrębnia się trzy rodzaje inwestorów biorących udział w obrocie instrumentami finansowymi, a mianowicie: krajowych inwestorów instytucjonalnych, zagranicznych inwestorów zagranicznych oraz inwestorów indywidualnych.

Do krajowych inwestorów instytucjonalnych zalicza się podmioty, które są zarejestrowane w Polsce i w pełni podlegają polskiemu prawu, przy czym niektóre z nich mają zagranicznych właścicieli [Dobosiewicz, 2013, s. 92]. Wśród krajowych inwestorów instytucjonalnych wyróżnia się następujące kategorie podmiotów: otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, towarzystwa ubezpieczeniowe, banki, przedsiębiorstwa niefinansowe, firmy typu asset management, animatorów, domy maklerskie na własny rachunek oraz pozostałych krajowych inwestorów instytucjonalnych [*Zagregowane wyniki...*, 2017].

Wśród zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na światowych rynkach kapitałowych najczęściej występują wielkie fundusze inwestycyjne z Wielkiej Brytanii, Francji, Stanów Zjednoczonych, Luksemburga i kilku innych krajów zachodnioeuropejskich. Do zagranicznych funduszy wspólnego inwestowania należą nie tylko fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne, ale także inne typy funduszy, np. państwowe fundusze inwestycyjne (Sovereign Wealth Funds). Największe fundusze wspólnego inwestowania powstały w Stanach Zjednoczonych i należą do nich m.in.: Vanguard, Fidelity, American Funds, BlackRock, PIMCO, Franklin Templeton, J.P. Morgan. Natomiast europejskie fundusze inwestycyjne są – pod względem wielkości posiadanych aktywów – mniejsze niż fundusze amerykańskie. Największe fundusze europejskie mają siedzibę w Luksemburgu, co wynika ze względów podatkowych. Na drugim miejscu jest

Francja, a następnie Niemcy i Wielka Brytania. W Polsce wśród inwestorów zagranicznych zdecydowanie dominują inwestorzy z Wielkiej Brytanii i Francji [Dobosiewicz, 2013, s. 137].

2. Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym GPW w Warszawie

W 2016 r. wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych wynosiła 330 mld zł (zob. tab. 1). Ich wartość kształtowała się na zbliżonym poziomie jak w 2007 r. Najwyższą wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 409 mld zł i była o 28% wyższa w porównaniu do 2007 r.

Tablica 1. Wartość obrotów akcjami na rynku głównym GPW w Warszawie (w mld zł)

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instytucjonalni	320	259	244	333	409	309	374	357	358	330
z tego:										
– krajowi	168	123	123	140	173	130	167	156	149	127
– zagraniczni	152	136	120	193	236	180	207	201	210	203
Indywidualni	135	55	90	81	93	66	66	53	49	49
Razem	455	314	333	414	501	375	440	411	407	379

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kształtowanie się wartości obrotów akcjami było zróżnicowane w zależności od typu inwestora instytucjonalnego (krajowy czy zagraniczny). Wartość obrotów akcjami w udziale krajowych inwestorów instytucjonalnych w 2016 r. wynosiła 127 mld zł, a zatem była niższa o ponad 24% w porównaniu do 2007 r. Najwyższą wartość obrotów odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 173 mld zł i była wyższa zaledwie o 3% w stosunku do 2007 r.

W 2016 r. zagraniczni inwestorzy instytucjonalni uczestniczyli w obrocie akcjami o wartości 203 mld zł, czyli wyższej o 33% w porównaniu do 2007 r. Obroty o najwyższej wartości (236 mld zł) zrealizowano w 2011 r. Były one o 55% wyższe w porównaniu do 2007 r.

W badanym okresie średni wskaźnik dynamiki wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym GPW w Warszawie wynosił 100%, a zatem przeciętny roczny wzrost wartości tych obrotów wynosił 0% (tab. 2). W przypadku inwestorów zagranicznych przeciętny wzrost wartości obrotów akcjami wynosił 3%, a w przypadku inwestorów krajowych odnotowano spadek przeciętnie

o 3%. W analogicznym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów indywidualnych obniżała się średnio o 11%.

Tablica 2. Dynamika wartości obrotów akcjami na rynku głównym GPW w Warszawie (rok poprzedni = 100%)

Inwestorzy	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Średnio
Instytucjonalni	81	94	137	123	76	121	95	100	92	100
z tego:										
– krajowi	73	101	113	124	75	129	93	95	86	97
– zagraniczni	90	88	161	122	76	115	97	104	97	103
Indywidualni	41	163	90	115	71	100	81	91	101	89
Razem	69	106	124	121	75	117	93	99	93	98

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 1.

Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych wykazywała duże zróżnicowanie w poszczególnych latach badanego okresu. W 2008 r. wartość obrotów obniżyła się o 19% w porównaniu do roku poprzedniego, co było związane z bardzo niekorzystną koniunkturą na GPW w Warszawie. W warunkach kryzysu finansowego stopa zwrotu z WIG kształtowała się na wyjątkowo niskim poziomie wynoszącym $-51,1\%$ [Rocznik Giełdowy, 2017]. Pod wpływem tych dużych zawirowań na rynku kapitałowym inwestorzy instytucjonalni znacząco zmienili swoje prognozy i ocenę ryzyka. Konsekwencją tego było kolejne obniżenie wartości obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów. Wartość tych obrotów w 2009 r. obniżyła się o 6% w porównaniu do 2008 r.

Bardzo wysoka stopa zwrotu z WIG w 2009 r. wynosząca $46,9\%$ [Rocznik Giełdowy, 2017] spowodowała radykalne zmiany w zachowaniu inwestorów instytucjonalnych. Nastąpił bardzo wyraźny wzrost zainteresowania zakupem akcji spółek notowanych na rynku głównym. W konsekwencji odnotowano w 2010 r. wyjątkowo wysoki wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów, tj. o 37% w porównaniu do roku poprzedniego. Pewne osłabienie tej korzystnej tendencji wystąpiło w 2011 r. W tym okresie nastąpiło bowiem wyraźne pogorszenie koniunktury giełdowej, czego odzwierciedleniem był bardzo niski poziom stopy zwrotu z WIG wynoszący $-20,8\%$. Z tego powodu znacznie zmniejszyło się zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych zakupem akcji, a w konsekwencji nastąpił bardzo znaczący spadek wartości tych obrotów w 2012 r., tj. o 24% w porównaniu do roku poprzedniego. Kolejne lata badanego roku również charakteryzowały się zróżnicowaną dynamiką wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych, zależną w bardzo dużym stopniu od koniunktury giełdowej.

Zróźnicowanie dynamiki wartości obrotów akcjami w badanym okresie obserwowano zarówno w przypadku krajowych, jak i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. W 2008 r. wartość obrotów akcjami z udziałem polskich inwestorów instytucjonalnych obniżyła się o 27% w porównaniu do roku poprzedniego. Z kolei w latach 2009–2011 wartość tych obrotów systematycznie wzrastała, zwłaszcza w 2011 r. Z kolei w 2012 r. odnotowano spadek wartości tych obrotów o 25% w porównaniu do roku poprzedniego. Wyraźny wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych zaobserwowano w 2013 r. (o 29%). Natomiast w latach 2014–2016 spadek wartości tych obrotów wynosił od 5% do 14%.

Tendencje zmian wartości obrotów akcjami z udziałem zagranicznych inwestorów instytucjonalnych były zazwyczaj analogiczne jak tendencje obserwowane w przypadku krajowych inwestorów instytucjonalnych. Natomiast skala tych zmian była nieco odmienna. Spadek wartości tych obrotów obserwowano w latach 2008–2009 (o około 10–12% średnio w roku), a przede wszystkim w 2012 r. – o 24% w porównaniu do roku poprzedniego. Wyjątkowo wysoki wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem zagranicznych inwestorów instytucjonalnych odnotowano w 2010 r. i 2011 r. Wynosił on odpowiednio: 61% i 22%.

3. Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect

Inwestorzy instytucjonalni są bardzo aktywnymi uczestnikami obrotu akcjami nie tylko na rynku głównym, ale również na dynamicznie rozwijającym się rynku NewConnect. W 2016 r. wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect wynosiła 646 mln zł (tab. 3). Ich wartość kształtowała się na poziomie 50-krotnie wyższym niż w 2007 r. Najwyższą wartość obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 858 mln zł i była 66-krotnie wyższa w porównaniu do 2007 r.

Tablica 3. Wartość obrotów akcjami na rynku NewConnect GPW (w mln zł)

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inwestorzy instytucjonalni	13	68	118	406	858	612	589	731	882	646
z tego:										
– krajowi	8	54	99	330	746	384	457	557	658	454
– zagraniczni	5	14	19	76	112	228	132	174	224	192
Inwestorzy indywidualni	143	755	962	2772	2860	1761	1291	1709	2562	1749
Razem	156	823	1080	3178	3718	2373	1880	2440	3444	2395

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kształtowanie się wartości obrotów akcjami było zróżnicowane w zależności od typu inwestora instytucjonalnego (krajowy czy zagraniczny). Wartość obrotów akcjami w udziale krajowych inwestorów instytucjonalnych w 2016 r. wynosiła 454 mln, a zatem była 57-krotnie wyższa w porównaniu do 2007 r. Najwyższą wartość obrotów odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 746 mln zł i była 93-krotnie wyższa w stosunku do 2007 r.

W 2016 r. zagraniczni inwestorzy instytucjonalni uczestniczyli w obrocie akcjami o wartości 192 mln zł, czyli 38-krotnie wyższej w porównaniu do 2007 r. Obroty o najwyższej wartości (228 mln zł) zrealizowano w 2012 r. Były zatem 46-krotnie wyższe w porównaniu do 2007 r.

W badanym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect wzrastała średnio o 46% (tab. 4). W przypadku inwestorów zagranicznych przeciętny wzrost wartości obrotów akcjami wynosił 57%, a w przypadku inwestorów krajowych 50%. W analogicznym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów indywidualnych wzrastała średnio o 32%.

Tablica 4. Dynamika wartości obrotów akcjami na rynku NewConnect (rok poprzedni = 100%)

Inwestorzy	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Średnio
Instytucjonalni	332	240	253	220	53	122	116	121	73	146
z tego:										
– krajowi	675	183	333	226	52	119	122	118	69	157
– zagraniczni	280	136	400	147	204	58	132	129	86	150
Indywidualni	528	127	288	103	62	73	132	150	68	132
Razem	523	174	344	211	71	96	124	121	73	154

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 3.

Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect była zdecydowanie najwyższa w latach 2008–2011. W 2008 r. wartość tych obrotów wzrosła 3,3-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. Jest to związane przede wszystkim z bardzo dynamicznym rozwojem rynku NewConnect, zwłaszcza w początkowym okresie jego funkcjonowania. W 2008 r., czyli w drugim roku funkcjonowania tego rynku, liczba notowanych spółek wzrosła 3,5-krotnie.

Należy zaznaczyć, że w 2008 r. – z uwagi na kryzys finansowy – stopa zwrotu z indeksu NCIndeks kształtowała się na wyjątkowo niskim poziomie, wynoszącym –73,5% [Rocznik Giełdowy, 2017]. Pomimo tak niekorzystnej stopy zwrotu z indeksu obejmującego wszystkie spółki notowane na rynku NewConnect inwestorzy instytucjonalni nadal wykazywali duże zainteresowanie inwestowaniem w akcje tych spółek. Inwestorzy ci

wysoko wyceniali akcje spółek notowanych na tym rynku. Świadczy o tym m.in. bardzo wysoki poziom wskaźnika P/BV. Cena rynkowa akcji kształtowała się na poziomie 18-krotnie wyższym od wartości księgowej akcji. Duża aktywność inwestorów instytucjonalnych spowodowała, że w 2009 r. odnotowano 2,4-krotny wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów. W latach 2010–2011 dynamika wartości tych obrotów utrzymywała się na zbliżonym poziomie.

Należy dodać, że w początkowym okresie funkcjonowania rynku NewConnect dużą rolę w stymulowaniu obrotów akcjami odegrali krajowi inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza tzw. animatorzy rynku. Są to podmioty, głównie domy maklerskie, które podpisują odpowiednie umowy z Zarządem Giełdy. Składają oni liczne zlecenia zakupu lub sprzedaży w sytuacji, gdy zostały złożone tylko przeciwne zlecenia przez innych uczestników rynku NewConnect. Animatorzy zawierają transakcje, np. kupując akcje przedsiębiorstw i licząc na możliwość szybkiej ich sprzedaży, zwykle po odpowiednio wyższej cenie [Dobosiewicz, 2013, s. 182].

W 2011 r. stopa zwrotu z indeksu NCIndeks kształtowała się na bardzo niskim poziomie, wynoszącym $-34,4\%$ [Rocznik Giełdowy, 2017]. W bardzo dużym stopniu przełożyło się to na zmniejszenie się w 2012 r. wartości obrotów akcjami na rynku NewConnect. Wartość tych obrotów z udziałem inwestorów instytucjonalnych zmniejszyła się aż o 48% w porównaniu do roku poprzedniego.

W kolejnych latach 2013–2016 stopa zwrotu z NCIndeksu była bardzo zmienna i wynosiła odpowiednio: $10,1\%$, $-20,7\%$, $-4,1\%$ i $10,1\%$. Pomimo tych wahań stopy zwrotu z akcji spółek notowanych na rynku NewConnect odnotowano w latach 2013–2015 systematyczny wzrost wartości obrotów akcji z udziałem inwestorów instytucjonalnych. Wynosił on przeciętnie kilkanaście procent w każdym kolejnym roku w porównaniu do roku poprzedniego. Wyjątkowo w 2016 r. nastąpił spadek wartości obrotów o 27% w porównaniu do 2015 r.

Zróznicowanie dynamiki wartości obrotów akcjami w badanym okresie obserwowano zarówno w przypadku krajowych, jak i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. W 2008 r. wartość obrotów akcjami z udziałem polskich inwestorów instytucjonalnych wzrosła 6,8-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. W latach 2009–2011 wartość tych obrotów również systematycznie wzrastała, zazwyczaj 2-krotnie lub 3-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. Z kolei w 2012 r. odnotowano bardzo wyraźny spadek wartości tych obrotów o blisko 48% w porównaniu do roku poprzedniego. W latach 2013–2015 wystąpił wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych wynoszący zazwyczaj $18\text{--}22\%$. Natomiast w 2016 r. nastąpił spadek wartości tych obrotów o 31% .

W przypadku zagranicznych inwestorów instytucjonalnych obserwowano wzrost wartości obrotów akcjami na rynku NewConnect w latach 2008–2012 oraz w latach 2014–2015. Najwyższy wzrost wartości obrotów wystąpił w 2010 r. Wartość obrotów wzrosła wówczas 4-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. Natomiast spadek wartości obrotów wystąpił w 2013 r. i 2016 r. i wynosił odpowiednio: 42% i 14% w porównaniu do roku poprzedniego.

4. Udział krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji w Polsce

Łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku głównym systematycznie wzrastał od 70% (w 2007 r.) do 87–88% (w latach 2014–2016). Na początku badanego okresu krajowi inwestorzy instytucjonalni ogrywali większą rolę niż inwestorzy zagraniczni (tab. 5). W 2007 r. udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami wynosił 37%. Natomiast w kolejnych latach badanego okresu wykazywał dużą zmienność (od 34% do 39%). W ostatnim roku badanego okresu obniżył się do poziomu wynoszącego zaledwie 34%. Natomiast udział zagranicznych inwestorów instytucjonalnych zazwyczaj systematycznie wzrastał od 33% (w 2007 r.) do 53% (w 2016 r.).

Tablica 5. Udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie (w %)

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instytucjonalni	70	82	73	81	82	83	85	87	88	87
z tego:										
– krajowi	37	39	37	34	35	35	38	38	36	34
– zagraniczni	33	43	36	47	47	48	47	49	52	53
Indywidualni	30	18	27	19	18	17	15	13	12	13
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 1.

Jak wynika z danych zawartych w tablicy 6, łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku NewConnect systematycznie wzrastał od 8% (w 2007 r.) do 27% (w 2016 r.). Szczególnie dynamicznie wzrastał udział krajowych inwestorów instytucjonalnych z 5% (w 2007 r.) do 19% (w 2016 r.). Z kolei udział inwestorów zagranicznych w wartości obrotów zwiększył się w badanym okresie z 3% do 8%.

Tablica 6. Udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek notowanych na rynku NewConnect (w %)

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Institucjonalni	8	8	11	13	23	26	31	30	26	27
z tego:										
– krajowi	5	6	9	11	20	16	24	23	19	19
– zagraniczni	3	2	2	2	3	10	7	7	7	8
Indywidualni	92	92	89	87	77	74	69	70	74	73
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 3.

5. Zmienność struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych

W strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych, uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku głównym, najważniejszą rolę odgrywają TFI (tab. 7). Ich udział w 2007 r. wynosił 35%, natomiast w latach 2008–2010 był relatywnie najwyższy i wynosił 37–41%. Następnie obniżył się do poziomu 28–31% w latach 2011–2012. W ostatnim okresie, tj. w latach 2013–2016, wynosił 34–36%.

Tablica 7. Struktura krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrotach akcjami spółek notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie (w %)

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OFE	14	18	18	22	19	17	19	18	15	13
TFI	35	38	41	37	31	28	34	35	35	36
Banki	3	3	3	2	1	1	0	0	1	3
Firmy	3	1	2	2	2	2	1	2	1	4
TU	5	2	2	2	2	2	1	2	2	2
AM	23	10	9	4	4	4	3	3	4	5
Animatorzy	11	19	20	22	34	37	30	28	33	28
DM	5	4	4	3	5	7	8	10	7	6
Inne	1	5	1	6	2	2	4	2	2	3
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Objaśnienia: AM – asset management, DM – domy maklerskie inwestujące na własny rachunek

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kolejną grupę stanowią tzw. animatorzy. Ich udział dynamicznie wzrastał od 11% (w 2007 r.) do 37% (w 2012 r.), a następnie obniżył się i ustabilizował się na poziomie 28–33% (w latach 2013–2015). Trzecią grupę – pod

względem udziałów – stanowią OFE. W latach 2007–2010 ich udział systematycznie wzrastał od 14% do 22%. Natomiast w kolejnych latach badanego okresu wystąpiła tendencja obniżania się tego udziału do poziomu 13% w 2016 r.

Istotny wpływ na zmniejszanie się udziału funduszy emerytalnych w strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych w latach 2011–2016 wywarły zmiany wprowadzone w systemie emerytalnym. Wysokość składki przekazywanej do OFE wynosiła pierwotnie 7,3%, następnie w 2011 r. została zmniejszona do 2,3% z perspektywą stopniowego wzrostu do 3,5% od 2017 r. [ustawa, 2011]. Nowelizacja ustawy z grudnia 2013 r. [ustawa, 2013] wprowadziła zasadnicze zmiany, które spowodowały obniżenie się wartości aktywów funduszy emerytalnych. Ustalono wysokość składki przekazywanej do OFE na poziomie 2,92%. Najbardziej znaczącą zmianą było pozostawienie ubezpieczonym wyboru, czy chcą, by ta część składki była przekazywana do OFE, czy zapisywana na subkoncie w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych. Jeżeli ubezpieczony nie złożył w wymaganym terminie odpowiedniej deklaracji, to jego składki są ewidencjonowane w całości na kontach w ZUS. Dodatkowo ustawodawca wprowadził zakaz reklamy zawierającej informacje o OFE w latach, w których mogą być składane te oświadczenia. Główną przyczyną drastycznego obniżenia wartości aktywów funduszy emerytalnych w 2014 r. umorzenie 51,5% aktywów OFE, a następnie przekazanie tych środków do ZUS [*Sektor funduszy emerytalnych...*, 2016, s. 14].

Jak wynika z danych zawartych w tabelicy 8, w strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych, uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku NewConnect, najważniejszą rolę odgrywają firmy (przedsiębiorstwa niefinansowe). W 2016 r. ich udział w obrocie akcjami wynosił 43%. W badanym okresie ich udział wykazywał dużą zmienność i wahał się od 12% (w 2008 r.) do 54–56% (w 2011 r. i w 2015 r.).

Tabela 8. Struktura krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrotach akcjami spółek notowanych na rynku NewConnect (w %)

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OFE	0	0	0	2	2	6	8	4	1	0
TFI	7	24	12	15	13	21	34	41	22	31
Banki	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Firmy	35	12	16	34	54	35	15	22	56	43
TU	0	0	0	1	0	1	7	0	0	1
AM	5	1	10	5	3	1	2	1	1	3
Animatorzy	48	58	57	31	22	27	19	17	7	10

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DM	1	2	4	7	2	1	2	6	1	2
Inne	4	3	1	5	3	8	13	9	12	10
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Objaśnienia: AM – asset management, DM – domy maklerskie inwestujące na własny rachunek

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kolejną grupę stanowią fundusze inwestycyjne z udziałem wynoszącym 31% w 2016 r. Ich udział dynamicznie wzrastał od 7% w 2007 r. do 41% w 2014 r., po czym w 2015 r. obniżył się do 22%. Natomiast w 2016 r. ich udział wynosił 31%. Trzecią grupę – pod względem udziałów – stanowią tzw. animatorzy. W latach 2007–2009 ich udział kształtował się na wyjątkowo wysokim poziomie wynoszącym 48–58%. Natomiast w kolejnych latach systematycznie obniżał się do poziomu 10% w 2016 r.

Jak wynika z danych zawartych w tablicy 7 i 8, ważną grupę krajowych inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym, jak i rynku NewConnect stanowią fundusze inwestycyjne. W latach 2013–2016 ich udział w wartości obrotów akcjami na tych rynkach znacząco przekraczał 30%. Fundusze inwestycyjne wyróżniają się na tle innych grup inwestorów instytucjonalnych szczególnie dużą presją na osiąganie w krótkim okresie wysokich stóp zwrotu z kapitału zainwestowanego w akcje spółek giełdowych [Szewc-Rogalska, 2012, s. 141]. Gwałtownie reagują na wszelkie informacje pojawiające się na rynku kapitałowym i – w zależności od charakteru tych informacji oraz koniunktury giełdowej – sprzedają lub nabywają aktywa finansowe w oczekiwaniu na określone zmiany ich wartości rynkowej [Dembiński, 2011, s. 118; Szewc-Rogalska, 2015, s. 111–124]. Należy dodać, że na coraz bardziej niestabilnym rynku kapitałowym decyzje inwestycyjne są często podejmowane spontanicznie, w sposób nagły i mają charakter „zwierzęcego instynktu” [Akerlof, Shiller, 2011, s. 217]. Szczególnie nerwowe reakcje są obserwowane w przypadku tzw. inwestorów portfelowych, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych.

Zakończenie

Z podjętej próby określenia znaczenia krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych w Polsce w latach 2007–2016 wynikają następujące ustalenia i wnioski.

W badanym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym wykazywała dużą zmienność, zależną od koniunktury giełdowej. Natomiast na dynamicznie rozwijającym się rynku NewConnect wartość tych obrotów wzrastała średnio o 46%

w kolejnych latach badanego okresu. Największy wzrost wartości tych obrotów występował przede wszystkim w początkowym okresie funkcjonowania rynku NewConnect, nawet w latach o bardzo niekorzystnej koniunkturze giełdowej.

W badanym okresie nastąpił wyraźny wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym, jak i rynku NewConnect. Świadczy o tym wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych w wartości obrotów realizowanych na tych rynkach. W badanym okresie łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami na rynku głównym wzrósł z 70% do 87%. Natomiast na rynku NewConnect odnotowano wzrost udziału tych inwestorów w wartości obrotów akcjami z 8% w 2007 r. do 27% w 2016 r.

Zaobserwowano zróżnicowane zainteresowanie inwestorów krajowych i zagranicznych podejmowaniem inwestycji na dwóch odmiennych rynkach GPW w Warszawie. W obrocie akcjami na rynku głównym w większym stopniu uczestniczyli inwestorzy zagraniczni niż krajowi. W 2016 r. udział zagranicznych inwestorów zagranicznych w obrocie akcjami wynosił ponad 53%, zaś krajowych – 34%. Ze względu na specyfikę rynku NewConnect występowała odmienna struktura inwestorów instytucjonalnych. W obrotach akcjami uczestniczyli w większym stopniu inwestorzy krajowi niż zagraniczni. W 2016 r. udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w wartości obrotów wynosił 19%, zaś zagranicznych – 8%.

Stwierdzono również zróżnicowanie i znaczną zmienność struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym oraz rynku NewConnect. W 2016 r. w strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym najważniejszą rolę odgrywali następujący inwestorzy: fundusze inwestycyjne (36% w strukturze wartości obrotów), animatorzy (28%) oraz fundusze emerytalne (13%). Natomiast na rynku NewConnect w 2016 r. największe udziały w wartości obrotów akcjami odnotowano w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych (43%), funduszy inwestycyjnych (31%), a także animatorów (10%).

Istotna zmienność struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji w Polsce stanowi konsekwencję oddziaływania wielu czynników. Należy wśród nich wymienić m.in.: zmienność koniunktury gospodarczej, coraz większą niestabilność i kryzys zaufania na rynku kapitałowym, zmiany prawno-ekonomicznych uwarunkowań funkcjonowania funduszy emerytalnych, powszechne stosowanie przez inwestorów instytucjonalnych (zwłaszcza fundusze inwestycyjne) strategii wyjścia ze spółek jako formy sprawowania nadzoru korporacyjnego.

Literatura

- Adamska A., Urbanek P. (2014), *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa”, nr 2.
- Akerlof G.A., Shiller R.J. (2011), *Zwierzęcy instynkt – czy ludzka psychika napędza globalną gospodarkę i jaki ma wpływ na przemiany światowego kapitalizmu*, Studio Emka, Warszawa.
- Almazan A., Hartzell J., Starks L. (2005), *Active institutional shareholders and cost of monitoring: evidence from executive compensation*, „Financial Management”, Vol. 34, No. 4.
- Campbell K. (2011), *Corporate governance after the financial crisis. Institutional investors and the stewardship function*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 2/1.
- Çelik S., Isaksson M. (2013), *Institutional Investors as Owners: Who are they and What Do they Do?*, „OECD Corporate Governance Working Papers” no. 11, <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/wp>, dostęp: 20.12.2016.
- Chen X., Harford J., Li K. (2007), *Monitoring: which institutions matter?*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 86.
- Dembiński P.H. (2011), *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa.
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dobosiewicz Z. (2013), *Giełda. Zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa.
- Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ferreira M.A., Matos P. (2008), *The colors of investors' money. The role of institutional investors around the world*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 88.
- Flejterski S. (2007), *Metody pomiaru zjawisk i procesów finansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 451, seria: „Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu” nr 11.
- Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa.
- Rocznik Giełdowy 2017*, <http://www.gpw.pl>, dostęp: 12.03.2018.
- Sektor funduszy emerytalnych w Polsce – ewolucja, kształt, perspektywy* (2016), Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl>, dostęp: 10.12.2016.
- Sławiński A. (2006), *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawinski112006.pdf>, dostęp: 22.02.2009.
- Szewc-Rogalska A. (2012), *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- Szewc-Rogalska A. (2015), *Zmiany w postrzeganiu i szacowaniu wartości ekonomicznych w warunkach finansyzacji gospodarki*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace” nr 3, t. 5 (23).

Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz. U. Nr 75, poz. 398.

Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, Dz. U. poz. 1717.

Zagregowane wyniki badania dot. udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi, <http://www.gpw.pl>, dostęp: 10.03.2017.

Zamojska-Adamczak A. (2006), *Strategia Lizbońska a perspektywy rozwoju rynku inwestorów instytucjonalnych*, w: *Strategia Lizbońska a zarządzanie wartością*, Pawłowicz L. (red.), CeDeWu, Warszawa.

Streszczenie

Celem artykułu jest określenie znaczenia krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych w Polsce w latach 2007–2016. Jako obiekt badań przyjęto inwestorów, wyodrębnionych zgodnie z metodyką stosowaną przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Przeprowadzono analizę dynamiki i struktury wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym GPW w Warszawie, jak i na rynku NewConnect. Łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami na rynku głównym wzrósł w badanym okresie z 70% do 87%. Natomiast na rynku NewConnect ich udział wzrósł z 8% do 27%. Zaobserwowano zróżnicowanie struktury inwestorów na dwóch odmiennych rynkach GPW w Warszawie. W 2016 r. udział zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym wynosił ponad 53%, zaś krajowych – 34%. Natomiast na rynku NewConnect występowała odmienna struktura inwestorów instytucjonalnych. W 2016 r. udział krajowych inwestorów instytucjonalnych wynosił 19%, a zagranicznych – 8%.

Słowa kluczowe

inwestor instytucjonalny, fundusz inwestycyjny, inwestor zagraniczny

Significance of Domestic and Foreign Institutional Investors in Listed Companies' Stock Trading in Poland (Summary)

This study aims at defining the significance of domestic and foreign institutional investors in listed companies' stock trading in Poland in 2007–2016. The investors selected according to the methodology applied by the Warsaw Stock Exchange were the focus of this research. The analysis of the dynamics and structure of stock trading value involving corporate investors both on the Main Market of the Stock Exchange in Warsaw and on the NewConnect market. The total share of institutional investors in stock trading on the Main Market grew from 70% to 87% in the analyzed period. As far as the NewConnect market is concerned, their share grew from 8% to 27%. Differentiation of the structure of investors in two various markets of the Stock Exchange in Warsaw was noticed. In 2016, the share of foreign institutional investors on the Main Market was over 53%, and domestic investors – 34%. On the NewConnect market, the structure of institutional investors, however,

was different. In 2016, the share of domestic institutional investors was 19%, and foreign corporate investors – 8%.

Keywords

institutional investor, investment fund, foreign investor