

Dagmara Malinowska\*

## **Forma kontroli w spółkach wchodzących w skład portfela inwestycyjnego inwestorów instytucjonalnych na przykładzie Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny**

### **Wstęp**

Struktury własnościowo-kontrolne spółek determinują funkcjonowanie rynku kapitałowego i mają wpływ na efektywność mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Ze względu na koncentrację własności można wyróżnić: system otwarty i system zamknięty. Pierwszy z nich występuje m.in. w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Charakteryzuje się rozproszonym akcjonariatem. Kontrola nad działalnością spółki prowadzona jest za pomocą mechanizmu zewnętrznego, który ma charakter rynkowy. Wśród instytucji rynkowych pełniących funkcje kontrolne można wymienić: rynek produktów (który eliminuje z rynku przedsiębiorstwa nieefektywnie zarządzane i przynoszące straty), rynek pracy menedżerów (polegający na zastępowaniu nieudolnych menedżerów bardziej efektywnymi i lepiej wykwalifikowanymi osobami) oraz rynek kapitałowy (kontroluje poprzez mechanizm fuzji i przejęć) [Urbanek, 2005, s. 78]. System zamknięty z kolei jest charakterystyczny m.in. dla Polski i Niemiec, gdzie występuje własność skoncentrowana. W systemie zamkniętym nadzór jest sprawowany głównie za pomocą mechanizmu wewnętrznego polegającego na sprawowaniu funkcji nadzoru za pośrednictwem rady spółki [Koładkiewicz, 1999, s. 52]. Posiadanie kontrolnego pakietu akcji jest determinantą skłaniającą do przyjmowania aktywnych postaw w procesie monitorowania decyzji zarządów.

Otwarte fundusze emerytalne będące przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych odgrywają szczególną rolę w gospodarce rynkowej. Jako pośrednicy finansowi inwestują środki, które mają stanowić zabezpieczenie bytu wielu obywateli w przyszłości. W związku z tym, tworząc swój portfel inwestycyjny, powinni dywersyfikować ponoszone ryzyko poprzez odpowiedni dobór aktywów do swojego portfela i zachowanie stosownej proporcji między inwestycjami bezpiecznymi i ryzykownymi. Podejmując decyzje odnośnie doboru spółek do swojego portfela inwe-

---

\* Mgr, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41, 90-214 Łódź, Dagmara\_Malinowska@interia.pl

stycyjnego, powinni kierować się nie tylko osiąganymi wynikami finansowymi, ale również zwracać uwagę na podmioty posiadające kontrolny pakiet w danej spółce. Inwestorzy dominujący mają największy wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa i są najbardziej zmotywowani do nadzorowania jej działalności.

Celem artykułu jest identyfikacja struktur kontrolnych, a także typów inwestorów spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wchodzących w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE. Grupę badawczą stanowiły 134 spółki będące przedmiotem inwestycji Aviva OFE na dzień 30.12.2011 roku. Do badania zostały wykorzystane informacje z raportów rocznych spółek publicznych (przede wszystkim sprawozdań finansowych i sprawozdań z działalności), które są publikowane na stronach internetowych poszczególnych spółek. Metodą badawczą wykorzystaną w niniejszym badaniu była analiza danych ujawnianych przez spółki publiczne wchodzące w skład grupy badawczej.

## **1. Inwestorzy instytucjonalni na rynku kapitałowym**

Inwestorzy instytucjonalni są to instytucje, którym zostały powierzone środki indywidualnych podmiotów celem ich efektywnego zarządzania. Aby ryzyko utraty tych środków było jak najmniejsze, instytucje te aktywnie monitorują działania zarządów spółek, w które inwestują [Malinowska, 2012, s. 564].

Rola inwestora instytucjonalnego jako podmiotu wpływającego na funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego podkreślana jest zarówno w literaturze polskiej, jak i zagranicznej [Aluchna, 2007, s. 82; Mallin, 2007, s. 80–83]. Ten specyficzny interesariusz ma potencjał do pełnienia funkcji aktywnego akcjonariusza [Kołodkiewicz, 2002, s. 219].

Z racji posiadania specjalistycznej wiedzy inwestorzy instytucjonalni mogą nie tylko monitorować poczynania kadry zarządzającej, ale także dyscyplinować i ograniczać ich skłonność do realizacji własnych interesów. Coraz częściej nie polegają oni tylko na tradycyjnych mechanizmach kontrolnych, ale wykorzystują inne środki do wywierania wpływu na postępowanie menedżerów. Często stosowaną przez nich strategią jest tzw. strategia publicznego nacisku mająca na celu sygnalizowanie, głównie zarządowi, swojego stanowiska. Niesie ona za sobą potencjał dyscyplinujący poprzez wydawanie oświadczeń lub ogłaszanie decyzji [Aluchna, 2007, s. 82–85].

Aktywność inwestorów instytucjonalnych polega również na braniu czynnego udziału w głosowaniu na WZA spółek będących przedmiotem inwestycji. Coraz częściej pośrednicy finansowi są również zaintereso-

wani spotkaniami „w cztery oczy” z przedstawicielami zarządu spółki, których celem jest rozwój współpracy pomiędzy akcjonariuszem a zarządzającymi. Inwestorzy instytucjonalni poprzez dialog sugerują rozwiązania dotyczące działalności przedsiębiorstwa, w które zainwestowali swoje środki. Dążą oni, aby rozwiązania przyjęte przez zarząd były w dużej mierze zgodne z ich celami. Spotkania takie mają skutkować nawiązaniem dłuższej i silniejszej relacji między tymi podmiotami i realizacją wspólnych celów [Solomon, Solomon, 2000, s. 217]. Istnieje jednak ryzyko, że podczas takich konsultacji pojawią się informacje poufne, które mogą wpłynąć w przyszłości na ceny akcji lub ceny innych instrumentów finansowych związanych z jego działalnością. Podmioty posiadające poufną wiedzę mogą kupić lub sprzedać akcje spółki i uzyskać dzięki temu korzyści własne, zanim informacja taka zostanie przekazana do wiadomości publicznej. Zgodnie z prawem inwestorzy powinni mieć równy dostęp do wszystkich informacji związanych z działalnością spółki, a informacje poufne powinny być przekazywane do wiadomości publicznej tak, aby każdy inwestor miał taki sam do nich dostęp [Solomon, 2007, s. 20].

Wszystkie decyzje inwestycyjne podejmowane przez inwestorów instytucjonalnych poprzedzone są wnikliwymi analizami spółek, które mogą stanowić potencjalny przedmiot inwestycji. Analizy takie przygotowywane są w oparciu o dane publikowane przez spółki. Znajomość branży i ogólnych tendencji rozwojowych spółek umożliwia inwestorom instytucjonalnym określenie adekwatnego do ponoszonego ryzyka zwrotu z zainwestowanego kapitału [Gajewska-Jedwabny, 2008, s. 457]. Inwestorzy instytucjonalni dokonując inwestycji, muszą liczyć się z faktem, że między ryzykiem a zwrotem z inwestycji występuje oczywista zależność. Podejmując większe ryzyko, mogą osiągnąć większe zyski. Jest to jednak oczekiwany zwrot z inwestycji, a nie zwrot faktycznie uzyskany [Hull, 2011, s. 24]. Może okazać się, że podjęta inwestycja przyniesie stratę.

Decyzje inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych są dyktowane różnymi przepisami prawnymi. Tym samym Otwarte Fundusze Inwestycyjne muszą przestrzegać art. 142 ust. 5 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, w którym określona jest maksymalna część aktywów OFE, jaka może zostać ulokowana w poszczególne kategorie lokat. Część ryzyka związana z działalnością inwestycyjną jest wyeliminowana za pomocą inwestycji w aktywa bezpieczne i ma na celu ochronę wpłacanych do funduszu środków przed niekorzystnymi zdarzeniami, które mogą wystąpić na rynku finansowym. W związku z tym przedmiotem inwestycji powinny być przede wszystkim bezpieczne i długoterwałe instrumenty rynku kapitałowego [Dębski, 2006,

s. 85]. Oczywiście inwestorzy instytucjonalni realizują również mniej bezpieczne inwestycje i inwestują swoje środki w akcje spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

## 2. Struktury kontrolne korporacji i typologie inwestorów

Struktura własności odgrywa istotną rolę w procesie nadzoru korporacyjnego. Wielkość i rodzaj posiadanych akcji wyznaczają prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Podmioty posiadające udziały w danej spółce nie tylko czerpią korzyści z osiągniętych zysków, ale również ponoszą ryzyko związane z nieudanymi inwestycjami. W związku z tym kontrolują działania podejmowane przez menedżerów, chcąc wpływać na strategię korporacji. Determinantą aktywnych postaw akcjonariuszy w procesie nadzoru nad działalnością spółki jest posiadanie kontrolnego pakietu akcji.

Spółki notowane na GPW w Warszawie mogą być kontrolowane przez akcjonariuszy zasiadających w zarządzie lub radzie nadzorczej bądź też akcjonariuszy zewnętrznych. W spółkach, w których kadra zarządzająca lub członkowie organu nadzoru są równocześnie inwestorami posiadającymi kontrolny pakiet akcji, występuje tzw. kontrola menedżersko-właścicielska. Osoby takie są równocześnie właścicielami i zarządzającymi (lub nadzorującymi). Podejmując decyzje odnośnie działalności spółki, mają wpływ zarówno na korzyści własne, jak i innych akcjonariuszy. W literaturze przyjmuje się, że menedżerowie będący równocześnie właścicielami kontrolnego pakietu akcji chcą dywersyfikować ryzyko poprzez zmniejszenie zadłużenia do poziomu poniżej optymalnego i nie opowiadają się za inwestycjami w portfele obciążone dużym ryzykiem ze względu na wysoką awersję do ryzyka [Funke, 2007, s. 11]. Ponadto osoby takie są zainteresowane przede wszystkim wzrostem firmy w długim okresie czasu i zwracają mniejszą uwagę na cele krótkookresowe [Sánchez-Ballesta, García-Meca, 2007, s. 678–679].

W przypadku spółek kontrolowanych przez akcjonariuszy zewnętrznych spółka jest traktowana jako źródło korzyści finansowych. Właściciele pośrednio angażują się w funkcjonowanie przedsiębiorstwa i monitorują działania menedżerów poprzez radę, która jest przedstawicielami akcjonariuszy. Dodatkowo oddziałują na strategię spółki przez siłę głosu wynikającą z posiadanych akcji spółki. W przypadku, gdy naczelne kierownictwo bądź też rada spółki prowadzą politykę niezgodną z oczekiwaniami właścicieli, mogą oni zmienić skład zarządu czy też rady nadzorczej, a nawet statut spółki [Urbanek, 2009, s. 387].

Na efektywność kontroli przedsiębiorstwa wpływa również typ inwestora dominującego. W przypadku polskich spółek publicznych można wyróżnić: inwestorów indywidualnych, inwestorów strategicznych, inwestorów instytucjonalnych oraz Skarb Państwa [Urbanek, 2009, s. 387]. Typ akcjonariusza posiadającego kontrolny pakiet akcji jest niezwykle istotny, gdyż ma wpływ na sposób zarządzania spółką czy też stosowane mechanizmy kontrolne i monitorujące.

Podmiotem posiadającym dominujący pakiet akcji może być inwestor indywidualny. Własność indywidualna jest postrzegana jako idealna forma kontroli nad działalnością przedsiębiorstwa. Osoba inwestująca swój kapitał jest odpowiednio zmotywowana do monitorowania działalności spółki będącej przedmiotem jej inwestycji [Kočenda, Svejnar, 2003, s. 2200]. Biorąc pod uwagę wyniki badań przeprowadzanych na polskich spółkach publicznych [Urbanek, 2011, s. 227], można stwierdzić, że inwestor indywidualny posiadający kontrolny pakiet akcji pełni zwykle funkcję prezesa zarządu bądź też przewodniczącego rady spółki. Posiadanie kontrolnego pakietu głosów na WZA (często dzięki posiadaniu akcji uprzywilejowanych) umożliwia kształtowanie składu rady nadzorczej, która w imieniu inwestora indywidualnego kontroluje podejmowane działania przez zarząd spółki. Jak zauważa D. Dziawgo coraz częściej dostrzegana jest rola inwestora indywidualnego na współczesnym rynku kapitałowym. Inwestorzy indywidualni zrzeszają się w stowarzyszeniach i klubach inwestycyjny celem dokształcania się, wspólnego inwestowania, dywersyfikowania ryzyka inwestycji, a także wzmocnienia pozycji na rynku kapitałowym wobec innych uczestników tego rynku [Dziawgo, 2004, s. 112].

Kolejny typ inwestora występujący w polskich spółkach publicznych to inwestor strategiczny, zwany branżowym. Podmiot ten nie jest nastawiony na krótkoterminową maksymalizację zysków z dokonanej inwestycji, a wręcz przeciwnie. Jest to dla niego długoterminowa lokata. Inwestor branżowy wnosi do spółki swoją wiedzę, doświadczenie, *know-how*, a także dostęp do rynków (np. zbytu) [Modrzejewski, Wiśniewski, 2008, s. 322]. Do głównych zamierzeń inwestycji należą pozyskanie kontroli nad spółką, a także wzrost stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Jednym z powodów tego jest fakt, iż koszty wyjścia ze spółki są zazwyczaj wyższe od kosztów podejmowania działań dyscyplinujących zarząd. Sprzedaż większej liczby swoich udziałów pociąga za sobą spadek ich ceny [Urbanek, 2009, s. 388].

Kolejnym typem inwestora jest inwestor instytucjonalny, tzw. finansowy, o którym mowa była we wcześniejszej części niniejszego artykułu. Do tej grupy zalicza się: towarzystwa ubezpieczeniowe, publiczne i prywatne

fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, banki komercyjne oraz banki inwestycyjne [Dreyer, 2005, s. 229].

Skarb Państwa również może być większościovym właścicielem spółki. Minister Skarbu Państwa stanowi istotny organ nadzoru korporacyjnego. Ponadto organami nadzoru w spółkach z udziałem Skarbu Państwa są m.in.: Minister Gospodarki, Minister Infrastruktury, Minister Finansów, Minister Sportu i Turystyki, Minister Obrony Narodowej, Prezes Agencji Nieruchomości Rolnych Skarbu Państwa czy wojewodowie. Minister właściwy do spraw Skarbu Państwa jest podmiotem, który jest uprawniony do wykonywania praw z akcji i udziałów. Brak jednoznacznych zasad w obrębie funkcjonowania nadzoru korporacyjnego nad wszystkimi organami z udziałem państwowym stanowi dużą wadę tego systemu [Bogacz-Miętka, 2011, s. 151–162]. S. Rudolf uważa, 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 [Rudolf, 1998, s. 21].

### **3. Forma kontroli i typ inwestora w spółkach należących do portfela inwestycyjnego Aviva OFE**

#### **3.1. Ogólna charakterystyka Aviva OFE**

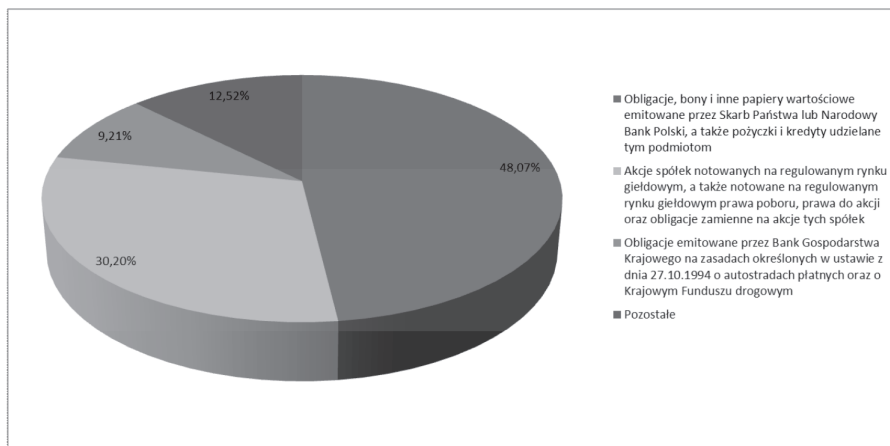
Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny jest jednym z największych funduszy na rynku, który rozpoczął swoją działalność 01.03.1999 roku. W portfelu inwestycyjnym Aviva OFE, według stanu z dnia 30.12.2011 roku, niespełna 70% stanowią inwestycje z gwarantowaną stopą zwrotu (zobacz rysunek 1). Do inwestycji bezpiecznych zaliczają się m.in.: obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego czy też depozyty bankowe i inne bankowe papiery wartościowe.

Ponad 30% w portfelu inwestycyjnym Aviva OFE zajmują akcje spółek, które zaliczane są do inwestycji obciążonych ryzykiem. Zgodnie z zapisami Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 roku w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Zgodnie z powyższym rozporządzeniem rząd stopniowo zamierza zwiększyć limit inwestycyjny w akcje przez OFE. Limity przedstawiają się następująco: 2010 r. – 40% wartości aktywów, 2011 r. – 42,5%, 2012 r. – 45%, 2013 r. – 47,5%, 2014 r. – 50,0%, 2015 r. – 52%, 2016 r. – 54 %, 2017 r. – 56%, 2018 r. – 58%, 2019 r. – 60%, 2020 r. – 62%.

limit OFE dotyczący lokowania środków w akcje na dzień 30.12.2011 roku wynosił 42,5%. Można zatem zauważyć, że Aviva OFE nie wykorzystuje limitu dotyczącego maksymalnego poziomu inwestycji w akcje.

**Rysunek 1. Struktura aktywów Aviva OFE według stanu z dnia 30.12.2011 roku**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Informacja roczna...].

### 3.2. Organizacja badania – cel badania i pytania badawcze

Przeprowadzone badanie ma na celu identyfikację struktur kontrolnych, a także typów inwestorów spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE.

Sformułowano następujące pytania badawcze:

1. Czy w spółkach portfela inwestycyjnego Aviva OFE występuje wysoka koncentracja kontroli?
2. Jaka średnią ilością głosów na WZA dysponuje największy akcjonariusz w spółkach portfela inwestycyjnego Aviva OFE?
3. Jaki typ inwestora odgrywa największą rolę jako właściciel pierwszego pakietu akcji spółek portfela inwestycyjnego Aviva OFE?

Grupę badawczą stanowiły 134 spółki notowane na GPW w Warszawie, których akcje wchodziły w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE na dzień 30.12.2011 roku. Próba badawcza została pomniejszona o 7 spółek<sup>2</sup> ze względu na brak danych odnośnie ich akcjonariatu.

OFE zgodnie z art. 193 ustawy o organizacji funkcjonowaniu funduszy emerytalnych mają obowiązek udostępniania struktury swoich aktywów. W każdym miesiącu są zobligowane do ujawniania informacji na temat

<sup>2</sup> AVIVA OFE inwestowała w akcje 141 spółek na dzień 30.12.2011 r.

części aktywów, która została ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat<sup>3</sup>, natomiast na koniec każdego okresu rocznego OFE muszą również ujawniać takie dane, dodatkowo podając informacje o emitencje poszczególnych papierów wartościowych z uwzględnieniem lokat stanowiących mniej niż 1% wartości aktywów funduszu.

W procesie gromadzenia danych zostały wykorzystane raporty roczne spółek publicznych (przede wszystkim sprawozdania finansowe i sprawozdania z działalności).

Metodą badawczą wykorzystaną w niniejszym badaniu była analiza danych ujawnianych przez spółki publiczne wchodzące w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE.

### 3.3. Struktura kontrolna i typ akcjonariusza (inwestora) spółek portfela inwestycyjnego Aviva OFE

Analiza akcjonariatu spółek publicznych wchodzących w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE wskazuje na występowanie wysokiej koncentracji kontroli (zobacz tablica 1). Należy dodać, iż w 52 spółkach (co stanowi 39% wszystkich spółek) największy akcjonariusz posiada więcej niż 50% głosów na WZA. Średnia liczba głosów na WZA dla pierwszego największego akcjonariusza wynosi 40,79%, dla drugiego – 13,31% oraz dla trzeciego – 8,87%. Mediana liczby głosów na WZA jest odpowiednio równa 39,24% dla pierwszego największego akcjonariusza, 11,50% – dla drugiego i 8,37% – dla trzeciego.

**Tablica 1. Koncentracja kontroli dla trzech największych akcjonariuszy spółek portfela inwestycyjnego Aviva OFE**

	Pierwszy największy akcjonariusz (% głosów na WZA)	Drugi największy akcjonariusz (% głosów na WZA)	Trzeci największy akcjonariusz (% głosów na WZA)
Średnia	40,79%	13,31%	8,87%
Mediana	39,24%	11,50%	8,37%
Liczba spółek w poszczególnych kategoriach	134	114	86

Źródło: Opracowanie własne.

Otrzymane wyniki warto porównać z badaniem<sup>4</sup> przeprowadzonym przez P. Urbanka na grupie badawczej 382 spółek publicznych notowa-

<sup>3</sup> Ustawa nakłada na OFE pewne kryteria lokowania środków w poszczególne kategorie lokat. Zobacz działalność lokacyjną funduszy emerytalnych [ustawa, 1997].

<sup>4</sup> Badania nad strukturami własnościowo-kontrolnymi w Polsce prowadzili również: M. Dzierżanowski, P. Tamowicz [Dzierżanowski, Tamowicz, 2004], M. Aluchna, [Aluchna,



nych na GPW w Warszawie, które obrazowały wyniki na marzec 2011 roku (zobacz tablica 2) [Urbanek, 2011, s. 215–237].

**Tablica 2. Koncentracja kontroli dla trzech największych akcjonariuszy – wyniki badań P. Urbanka (stan na marzec 2011 r.)**

	Pierwszy największy akcjonariusz (% głosów na WZA)	Drugi największy akcjonariusz (% głosów na WZA)	Trzeci największy akcjonariusz (% głosów na WZA)
Średnia	41,88 %	14,13%	9,31 %
Mediana	40,13 %	10,78 %	8,24%
Liczba spółek w poszczególnych kategoriach	378	317	220

Źródło: [Urbanek, 2011, s. 225].

Jak się okazuje rezultaty otrzymane przez autorkę i P. Urbanka, są bardzo zbliżone. Zarówno średnia, jak i mediana liczby głosów na WZA dla trzech największych akcjonariuszy różnią się zaledwie o jeden punkt procentowy w obu badaniach. Może to wskazywać na to, iż koncentracja własności i kontroli nie jest czynnikiem decydującym o doborze spółek do portfela inwestycyjnego Aviva OFE.

Niezwykle istotny z punktu widzenia efektywności kontroli przedsiębiorstwa jest również typ inwestora. Na potrzeby niniejszego badania zostały wyróżnione następujące rodzaje inwestorów:

- 1) indywidualni – członkowie zarządu – oznacza inwestorów dominujących, którzy wchodzi w skład zarządu spółki,
- 2) indywidualni – członkowie rady nadzorczej – oznacza inwestorów dominujących, którzy wchodzi w skład rady nadzorczej,
- 3) indywidualni – pozostali – oznacza inwestorów dominujących, którzy są osobami fizycznymi niepowiązanymi ze spółką,
- 4) zagraniczni branżowi – oznacza zagranicznych inwestorów dominujących, którzy działają w tej samej branży,
- 5) krajowi branżowi – oznacza krajowych inwestorów dominujących, którzy działają w tej samej branży,
- 6) instytucjonalni – oznacza takie podmioty, jak: otwarte fundusze emerytalne, powszechne towarzystwa emerytalne, narodowe fundusze inwestycyjne, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz firmy zarządzające aktywami,
- 7) podmioty państwowe – oznacza przede wszystkim Skarb Państwa,

2005], J. Jeżak [Jeżak, 2005], S. Rudolf, P. Urbanek [Rudolf, Urbanek, 2007], P. Urbanek [Urbanek, 2009], J. Jeżak [Jeżak, 2010].

8) pozostali inwestorzy – oznacza inwestorów, z którymi są problemy klasyfikacyjne ze względu na nieznaną typ inwestora (chodzi tutaj m.in. o spółki zarejestrowane na Cyprze, o których nie ma informacji na temat rodzaju prowadzonej działalności, siedziby itp.), inwestorzy działający w innej branży niż spółka, której są akcjonariuszami.

Tablica 3 przedstawia rodzaj inwestora dla trzech największych akcjonariuszy spółek będących przedmiotem inwestycji Aviva OFE. Analiza struktury akcjonariatu grupy badawczej pozwala stwierdzić, że najczęściej występującymi inwestorami posiadającymi pierwszy największy pakiet głosów na WZA są inwestorzy indywidualni – członkowie rady nadzorczej (27 spółek), a następnie zagraniczni inwestorzy branżowi (26 spółek). Pozostałe kategorie inwestorów wyodrębnione przez autorkę rzadziej występują jako właściciele pierwszego największego pakietu kontrolnego – krajowi inwestorzy branżowi (18 spółek), inwestorzy instytucjonalni (18 spółek), Skarb Państwa (14 spółek), inwestorzy indywidualni będący członkami zarządu spółek (13 spółek), pozostali inwestorzy (11 spółek) oraz pozostali inwestorzy indywidualni, którzy nie są powiązani ze spółką (7 spółek). Istotną jest informacja, że we wszystkich spółkach wchodzących w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE występuje przynajmniej jeden duży akcjonariusz posiadający więcej niż 5% głosów na WZA (zobacz tablica 3).

Do interesujących wniosków prowadzi analiza mediany liczby głosów na WZA. Pomimo iż inwestorzy indywidualni – członkowie rady nadzorczej – są w większości badanych spółek posiadaczami pierwszego największego pakietu akcji, to mediana głosów dla tej kategorii inwestorów wynosi zaledwie 26,23%, podczas gdy ten sam wskaźnik dla najrzadziej występującej grupy – pozostałych inwestorów indywidualnych – wynosi aż 44,00%. Należy zauważyć, że największa mediana pierwszego pakietu akcji występuje dla zagranicznych inwestorów branżowych (59,80%), natomiast najniższa dla inwestorów instytucjonalnych (16,35%). Ponadto warto podkreślić, iż wysoką medianę głosów na WZA (45,83%) ma również Skarb Państwa będący akcjonariuszem dominującym jedynie w 14 spółkach. Mediana liczby głosów na WZA dla inwestorów indywidualnych będących członkami zarządu jest podobna do wartości tej miary dla inwestorów indywidualnych będących członkami rady nadzorczej i wynosi 28,29%. Dodatkowo wysoką wartość środkową liczby głosów na WZA dla pierwszego największego akcjonariusza mają również inwestorzy krajowi branżowi (44,71%) oraz pozostali inwestorzy (40,96%).

**Tablica 3. Typ inwestora dla trzech największych akcjonariuszy spółek portfela inwestycyjnego Aviva OFE**

Rodzaj inwestora	Pierwszy największy akcjonariusz (% głosów na WZA)		Drugi największy akcjonariusz (% głosów na WZA)		Trzeci największy akcjonariusz (% głosów na WZA)	
	Liczba spółek	Mediana % głosów	Liczba spółek	Mediana % głosów	Liczba spółek	Mediana % głosów
Indywidualni – członkowie zarządu	13	28,29%	9	17,78%	9	12,98%
Indywidualni – członkowie rady nadzorczej	27	26,23%	16	16,24%	9	9,45%
Indywidualni – pozostali	7	44,00%	6	11,63%	5	8,34%
Zagraniczny branżowy	26	59,80%	7	16,48%	3	12,06%
Krajowy branżowy	18	44,71%	5	10,39%	1	12,07%
Instytucjonalny	18	16,35%	63	9,95%	48	7,23%
Podmioty państwowe	14	45,83%	0	-	0	-
Pozostali inwestorzy	11	40,96%	8	16,41%	11	10,60%
Suma	134		114		86	

Źródło: Opracowanie własne.

Interesujących spostrzeżeń dostarczają wyniki uzyskane dla drugiego i trzeciego największego akcjonariusza pod względem liczby głosów na WZA. Najczęściej występującym inwestorem jest inwestor instytucjonalny – występuje w 63 spółkach (co stanowi 55,25% wszystkich spółek) dla drugiego pakietu i w 48 spółkach (55,81%) dla trzeciego. Liczba inwestorów instytucjonalnych jako właścicieli drugiego i trzeciego pakietu kontrolnego radykalnie wzrasta względem pakietu pierwszego. Nie przekłada się to jednak na liczbę głosów na WZA. Mediana dla drugiego pakietu kontrolnego wynosi zaledwie 9,95% oraz 7,23% dla trzeciego, co stanowi najniższy wynik dla drugiego i trzeciego największego akcjonariusza. Mediana liczby głosów dla drugiego i trzeciego pakietu kontrolnego obniża się dla wszystkich typów inwestorów i wynosi maksymalnie dla drugiego pakietu 17,76% (dla inwestora indywidualnego – członka zarządu) oraz dla trzeciego pakietu 12,98% (dla inwestora indywidualnego – członka zarządu).

Warto również zauważyć, że najmniejsze rozbieżności pomiędzy wielkością mediany pierwszego, drugiego i trzeciego największego akcjona-

riusza występują w przypadku inwestorów instytucjonalnych (mediany wynoszą odpowiednio 16,35%, 9,95% oraz 7,23%), a także inwestorów indywidualnych będących członkami zarządu (28,29%, 17,78% oraz 12,98%) oraz inwestorów indywidualnych będących członkami rady nadzorczej (26,23%, 16,24% oraz 9,45%). Tymczasem największe rozbieżności między wielkością mediany pomiędzy pierwszym a drugim największym pakietem kontrolnym można zaobserwować w przypadku inwestorów zagranicznych branżowych (około 43%), inwestorów indywidualnych pozostałych (około 32%), inwestorów krajowych branżowych (około 34%) oraz pozostałych inwestorów (około 25%). Różnice pomiędzy wielkością mediany pomiędzy drugim i trzecim akcjonariuszem są nieznaczne.

**Tablica 4. Koncentracja kontroli według rodzaju inwestora – porównanie wyników badań**

	Pierwszy pakiet kontrolny		Drugi pakiet kontrolny		Trzeci pakiet kontrolny	
	% wszystkich spółek (liczba spółek)		% wszystkich spółek (liczba spółek)		% wszystkich spółek (liczba spółek)	
	Badanie 1*	Badanie 2**	Badanie 1*	Badanie 2**	Badanie 1*	Badanie 2**
Indywidualni – członkowie zarządu	9,70% (13)	25,90% (94)	7,89% (9)	14,87% (47)	10,47% (9)	11,47% (25)
Indywidualni – członkowie rady nadzorczej	20,15% (27)	12,67% (46)	14,04% (16)	10,76% (34)	10,47% (9)	10,55% (23)
Indywidualni – pozostali	5,22% (7)	7,44% (27)	5,26% (6)	12,97% (41)	5,81% (5)	13,76% (30)
Zagraniczny branżowy	19,40% (26)	7,44% (27)	6,14% (7)	1,90% (6)	3,49% (3)	1,83% (4)
Krajowy branżowy	13,43% (18)	12,40% (45)	4,39% (5)	3,80% (12)	1,16% (1)	2,75% (6)
Instytucjonalny	13,43% (18)	15,98% (58)	55,26% (63)	42,72% (135)	55,81% (48)	50,92% (111)
Podmioty państwowe	10,45% (14)	4,13% (15)	0,00% (0)	0,95% (3)	0,00% (0)	0,46% (1)
Pozostali inwestorzy	8,21% (11)	14,05% (51)	7,02% (8)	12,03% (38)	12,79% (11)	8,26% (18)
Suma	100,00% (134)	100,00% (363)	100,00% (114)	100,00% (316)	100,00% (86)	100,00% (218)

\* Badanie przeprowadzone przez autorkę.

\*\* Badanie przeprowadzone przez P. Urbanka.

Źródło: Opracowanie własne.

Istotnych wniosków dostarcza również porównanie wyników koncentracji kontroli spółek portfela inwestycyjnego Aviva OFE według rodzaju inwestora z wynikami otrzymanymi przez P. Urbanka [Urbanek, 2011, s. 215–237] (zobacz tablica 4).

Okazuje się, że największe rozbieżności pomiędzy tymi dwoma badaniami można dostrzec w przypadku inwestorów indywidualnych – członków zarządu, indywidualnych – członków rady nadzorczej, a także inwestorów zagranicznych branżowych. Analiza akcjonariatu polskich spółek publicznych przeprowadzona przez P. Urbanka wskazuje, że znaczący udział w grupie badawczej posiadają inwestorzy indywidualni – członkowie zarządu. Udział tych spółek wynosi 25,90%. Tymczasem w portfelu inwestycyjnym Aviva OFE ten rodzaj inwestora ma mniejsze znaczenie i stanowi zaledwie 9,70%. Znaczący udział wśród badanych jednostek portfela inwestycyjnego Aviva OFE mają inwestorzy, których pierwszy największy kontrolny pakiet akcji należy do inwestorów indywidualnych – członków rady nadzorczej (20,15% wszystkich spółek) oraz zagranicznych inwestorów branżowych (19,40%). Natomiast te dwa typy inwestorów są mniej istotne w przypadku polskich spółek publicznych na co wskazują wyniki P. Urbanka. Ich udziały wynoszą odpowiednio 12,67% i 7,44%. Można zatem stwierdzić, że spółki kontrolowane przez inwestorów indywidualnych, którzy są członkami rad nadzorczych, a także zagranicznych inwestorów branżowych są najbardziej atrakcyjne dla Aviva OFE. Dla pozostałych typów inwestorów uzyskane wyniki zarówno przez autorkę, jak i P. Urbanka są podobne.

Interesującym aspektem z punktu widzenia analizy spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE wydaje się występowanie inwestorów instytucjonalnych i ich siła głosu. Okazuje się, że w przypadku 74,63% spółek objętych badaniem występuje chociaż jeden inwestor instytucjonalny, który posiada minimum 5% głosów na WZA. Siła ich głosu jest jednak na tyle mała, że nie mogą samodzielnie wpływać na proponowane uchwały na WZA. Należałoby zastanowić się nad sytuacją, w której inwestorzy instytucjonalni porozumieliby się między sobą i wspólnie chcieli kontrolować działania spółki. Czy jest to możliwe? W tym celu liczba głosów na WZA została zsumowana dla inwestorów instytucjonalnych<sup>5</sup> i porównana z pierwszym największym pakietem kontrolnym (zobacz tablica 5).

<sup>5</sup> Badaniem zostali objęci wszyscy inwestorzy instytucjonalni występujący w danej spółce, których liczba głosów na WZA wynosi minimum 5%.

**Tablica 5. Inwestorzy instytucjonalni w spółkach portfela inwestycyjnego Aviva OFE**

Zależność	Liczba spółek	% spółek
Σ inwestorów instytucjonalnych > 1 pakiet kontrolny	32	23,88%
Σ inwestorów instytucjonalnych < 1 pakiet kontrolny	102*	76,12%
Suma	134	100,00%

\* W tym 34 spółki, w których nie występuje żaden inwestor instytucjonalny posiadający więcej niż 5% głosów na WZA.

Źródło: Opracowanie własne.

Otrzymane wyniki wskazują, że zaledwie w przypadku 23,88% spółek kontrola za sprawą porozumienia inwestorów instytucjonalnych byłaby możliwa. Istotny zatem wydaje się wniosek, że połączone udziały inwestorów instytucjonalnych nie dają możliwości wpływania na podejmowanie decyzji podczas WZA czy kontrolowania działalności spółki.

## Zakończenie

Przeprowadzone badanie struktury kontrolnej spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE pozwoliło pozyskać kilka istotnych, z punktu widzenia kontroli, informacji. Najczęściej występującymi właścicielami pierwszego pakietu akcji są inwestorzy indywidualni będący zarazem członkami rady nadzorczej, a także zagraniczni inwestorzy branżowi. Jeżeli porówna się jednak medianę liczby głosów na WZA tych dwóch podmiotów, to miara ta dla zagranicznych inwestorów branżowych jest niemal dwukrotnie wyższa niż dla inwestorów indywidualnych – członków rady nadzorczej. W przypadku drugiego i trzeciego największego akcjonariusza kluczowe znaczenie mają inwestorzy instytucjonalni, którzy posiadają kontrolną liczbę głosów na WZA w ponad 50% wszystkich spółek dla tych pakietów. Niemniej jednak mediana liczby głosów na WZA dla opisywanego inwestora względem innych inwestorów jest najniższa w obu tych przypadkach.

Ponadto najmniejsze rozbieżności pomiędzy medianą ilości głosów na WZA trzech największych akcjonariuszy obserwuje się w przypadku inwestorów instytucjonalnych, a także inwestorów indywidualnych będących członkami zarządu lub rady nadzorczej. Największe natomiast można dostrzec w przypadku inwestorów zagranicznych branżowych, inwestorów indywidualnych pozostałych, a także inwestorów krajowych branżowych.

Nie ulega wątpliwości, że w niniejszym artykule problem został jedynie nakreślony i wymaga on dalszych badań. Warto również podkreślić, iż

poza strukturą i typem inwestora istotna jest również sytuacja finansowa spółek portfela inwestycyjnego inwestorów instytucjonalnych, co może być przedmiotem przyszłych badań autorki.

## Literatura

1. Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
2. Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczyk A. (2005), *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Badania wykonane w ramach projektu badawczego finansowanego przez Komitet Badań Naukowych (1H02C 013 26).
3. Bogacz-Miętka O. (2011), *Kompendium wiedzy o nadzorze i kontroli nad przedsiębiorstwem*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa.
4. Dębski W. (2006), *Fundusze emerytalne w Polsce i ich wpływ na rozwój rynku kapitałowego*, „Bank i Kredyt”, nr XI–XII.
5. Dreyer J. S. (2005), *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynekocentrycznym* [w:] Lis K.A., Sterniczuk H. (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
6. Dziawgo D. (2004), *Zorganizowane formy aktywności indywidualnych inwestorów na międzynarodowym rynku finansowym: stowarzyszenia indywidualnych inwestorów, kluby inwestycyjne, programy lojalnościowe* [w:] Karpus P., Węclawski J., *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
7. Dzierżanowski M., Tamowicz P. (2004), *Ownership and control of Polish corporations*, „Corporate Ownership & Control”, vol. 1, issue 3.
8. Funke Ch. (2007), *Ownership Structure as a Determinant of Capital Structure – An Empirical Study of DAX Companies*, GRIN Verlag.
9. Gajewska-Jedwabny A. (2008), *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości* [w:] Szablewski A., Tuzimek R., *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
10. Hull J.C. (2011), *Zarządzanie ryzykiem instytucji finansowych*, Wydawnictwo Profesjonalne PWN, Warszawa.
11. Informacja roczna o strukturze aktywów Funduszu na dzień 30 grudnia 2011 roku, <http://www.aviva.pl/emerytura/otwarty-fundusz-emerytalny.html>, dostęp dnia 30.11.2012.
12. Jeżak J. (red.) (2005), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

13. Jeżak J. (red.) (2010), *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
14. Kočenda E., Svejnar J. (2003), *Ownership and firm performance after large-scale privatization*, Fifth International Conference on "Enterprise in Transition", Session 2.3. Management and Corporate Governance.
15. Kołodkiewicz I. (1999), *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa.
16. Kołodkiewicz I. (2002), *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru* [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
17. 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.
18. Mallin Ch.A. (2007), *Corporate governance*, Oxford University Press, New York.
19. Modrzejewski J., Wiśniewski C. (2008), *Spółka akcyjna* [w:] J. Okolski (red.), *Prawo Handlowe*, Wydawnictwo Oficyna a Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
20. Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 26 kwietnia 2011 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, Dz. U. Nr 90, poz. 516.
21. Rudolf S. (1998), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw*”, nr 12.
22. Rudolf S., Urbanek P. (2007), *Wpływ struktury własności na efektywność nadzoru korporacyjnego*, Badania wykonane w ramach projektu badawczego finansowanego przez Komitet Badań Naukowych (0250/H02/2005/28).
23. Sánchez-Ballesta J.P., García-Meca E. (2007), *Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings*, "Corporate Governance: An International Review", nr 4.
24. Solomon J. (2007), *Corporate governance and accountability*, John Wiley & Sons, Ltd, Chichester.
25. Solomon J., Solomon S. (2000), *Institutional Investors' View on Corporate Governance Reform: policy recommendations for the 21<sup>st</sup> century*, "Corporate Governance: An International Review", vol. 8.



26. Urbanek P. (2005), *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
27. Urbanek P. (2009), *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego* [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1, Sopot.
28. Urbanek P. (2011), *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, „Zeszyty Naukowe”, nr 9, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków.
29. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz. U. Nr 139, poz. 934 z późn. zm.

### Streszczenie

W literaturze podkreślana jest zarówno rola struktur własnościowo-kontrolnych jako determinanty funkcjonowania rynku kapitałowego, jak i efektywność nadzoru korporacyjnego. W oparciu o to kryterium wyróżnia się model otwarty (występuje rozproszony akcjonariat) i model zamknięty (występuje inwestor posiadający kontrolny pakiet akcji).

Celem artykułu jest identyfikacja struktur kontrolnych i typów inwestorów spółek notowanych na GPW w Warszawie będących przedmiotem inwestycji Aviva OFE. Grupę badawczą stanowiły 134 spółki wchodzące w skład portfela inwestycyjnego Aviva OFE na dzień 30.12.2011 roku. Do badania zostały wykorzystane informacje z raportów rocznych spółek publicznych. Metodą badawczą wykorzystaną w niniejszym badaniu była analiza danych ujawnianych przez spółki publiczne wchodzące w skład grupy badawczej.

### Słowa kluczowe

nadzór korporacyjny, inwestor instytucjonalny, OFE

### **The Form of Control in Companies in the Portfolio of Institutional Investors. The Evidence from the Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny (Summary)**

The literature emphasizes the role of ownership and control structures as determinants affecting both the operation of capital market and effectiveness of corporate governance. Based on this criterion we distinguish the open model (with dispersed shareholders) and the closed model (with investor holding a controlling stake).

The purpose of this paper is to identify control structures and types of investors-companies listed on the Warsaw Stock Exchange which are the subject of investments of the Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny [open pension fund]. The study group consisted of 134 companies from the Aviva OFE investment portfolio as of December 30, 2011. The data from annual reports of public companies was

used for the study. The research method applied in this study was the analysis of data disclosed by public companies in the study group.

**Keywords**

corporate governance, institutional investor, open pension fund