

*Anna Wawryszuk-Misztal\**

## ZMIANY W STRUKTURZE AKCJONARIATU POLSKICH SPÓŁEK GIELDOWYCH ZMIENIAJĄCYCH RYNEK NOTOWAŃ AKCJI

**Streszczenie.** Celem artykułu jest ocena zmian w strukturze akcjonariatu 28 spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW w Warszawie. Przyjęta hipoteza badawcza zakłada, iż przejście z rynku NewConnect na rynek główny GPW prowadzi do zwiększenia udziału w kapitale zakładowym instytucji finansowych. W strukturze akcjonariatu badanych spółek zidentyfikowano trzy grupy inwestorów notyfikowanych: osoby fizyczne, instytucje finansowe oraz spółki. Wybrane zmienne opisujące strukturę akcjonariatu zostały obliczone dla okresu przed zmianą i po zmianie rynku notowań akcji. Wyniki nieparametrycznego testu Wilcoxon'a nie potwierdzają przyjętej hipotezy badawczej, ale pozwalają stwierdzić, iż zmiana rynku prowadzi do wzrostu udziału *free float* i zmniejszenia koncentracji własności.

**Słowa kluczowe:** struktura akcjonariatu, zmiana rynku notowań, New Connect, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

JEL: G10, G32, G39

### 1. WPROWADZENIE

Istniejący od 30 sierpnia 2007 r. rynek NewConnect został utworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych z myślą o małych i średnich przedsiębiorstwach, które mogą wprowadzać do obrotu nań swoje akcje i pozyskiwać dodatkowy kapitał. Jest to rynek, który może być etapem pośrednim w rozwoju spółki, prowadzącym ostatecznie do przeniesienia obrotu akcjami na rynek regulowany GPW. NewConnect funkcjonuje według formuły Alternatywnego Systemu Obrotu<sup>1</sup>, a podstawowym dokumentem regulującym obrót instrumentami finansowymi jest *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu (2015)*.

Podmioty zmieniające rynek notowań zobowiązane są przygotować prospekt emisyjny, niezależnie od tego, czy procesowi temu towarzyszy emisja nowych

---

\* Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Wydział Ekonomiczny, Instytut Ekonomii i Finansów, Zakład Finansów Podmiotów Gospodarczych, [anna.w-misztal@wp.pl](mailto:anna.w-misztal@wp.pl)

<sup>1</sup> Definicję ASO zawiera Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538 ze zm.), która jest zbieżna z Dyrektywą 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (DZ.U. L 145 z 30.4.2004), w której ASO jest określany jako *Multilateral Trading Facilities*.

akcji czy jedynie następuje przeniesienie notowań akcji na rynek regulowany<sup>2</sup>. Dodatkowo istnieje wymóg osiągnięcia określonego poziomu kapitalizacji spółki (minimum 12 mln euro) oraz – co istotne z punktu widzenia celu niniejszego artykułu – odpowiedniego poziomu rozproszenia akcji zapewniającego ich płynność. Przepisy prawa wymagają bowiem, aby akcje znajdujące się w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy uprawniony jest do wykonywania mniej niż 5% głosów na walnym zgromadzeniu emitenta (tzw. *free float*), stanowiły minimum 15% wszystkich akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego. Jednocześnie 100.000 akcji objętych wnioskiem powinno mieć wartość co najmniej 1 mln euro ustaloną na podstawie ostatniej ceny sprzedaży lub ceny emisyjnej (*Regulamin Giełdy*, § 3, ust. 2, pkt 2).

Podjęciu decyzji o zmianie rynku notowań towarzyszą pewne oczekiwania, które znajdują swój wyraz w reakcjach rynku po upublicznieniu tej informacji. W literaturze przedmiotu stwierdza się, iż już sam fakt podjęcia decyzji o przeniesieniu notowań akcji na rynek o większych wymogach formalnych jest pozytywnym sygnałem dla rynków finansowych. W wyniku zmiany rynku notowań następuje wzrost rozpoznawalności spółek, zwiększają się ich obowiązki informacyjne, zmienia się sposób zawierania transakcji czy też ustalania ceny, a także w większym stopniu zostają zabezpieczone interesy akcjonariuszy (Cisse i Fontaine 2011: 3). Teoretycznie, jak zauważają Cisse i Fontaine, zmniejszenie asymetrii informacji powinno wobec tego przyczynić się do zwiększenia wartości rynkowej spółki lub też ograniczenia ryzyka błędnej wyceny instrumentów finansowych notowanych na tym rynku. Liczne korzyści osiągnane przez akcjonariuszy powinny skutkować wzrostem popytu na akcje, zwiększeniem ich płynności oraz zmniejszeniem kosztu kapitału (Cisse i Fontaine 2011: 3).

Cisse i Fontaine dodatkowo analizowali motywy, jakimi kierują się spółki, decydując się na zmianę rynku notowań. Najczęściej wskazywano następujące motywy: większa rozpoznawalność spółki, wzrost wiarygodności w kontaktach z klientami, dostawcami, partnerami handlowymi, wzrost płynności akcji, większe możliwości pozyskania kapitału w celu wsparcia wzrostu wewnętrznego lub zewnętrznego spółki, umożliwienie obecnym i przyszłym akcjonariuszom czerpanie korzyści z gwarancji i zabezpieczeń, jakie oferuje rynek regulowany (Cisse i Fontaine 2011: 6–7).

Menedżerowie polskich spółek notowanych na NewConnect, decydujący się na zmianę rynku, jako motywy tej decyzji podają: wzrost wartości rynkowej spółki, zwiększenie płynności akcji, wzrost zainteresowania spółką wśród inwestorów, pozyskanie renomowanych instytucji finansowych, większe możliwości

---

<sup>2</sup>Precyzyjnie kwestie te reguluje Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie muszą spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz.U. 2010 nr 84 poz. 547; także § 3 *Regulaminu Giełdy*).

pozyskania kapitału w porównaniu z rynkiem alternatywnym, a także wzrost prestiżu, rozpoznawalności i wiarygodności spółki, co zdaniem zarządzających powinno skutkować wzrostem liczby klientów, przychodów i zysków<sup>3</sup>.

Konfrontacja oczekiwanych i rzeczywistych efektów związanych ze zmianą rynku notowań jest przedmiotem różnych badań empirycznych, dotyczących zarówno amerykańskich, jak i europejskich rynków. Jednym z obszarów badawczych jest ocena wpływu zmiany rynku notowań na wartość rynkową akcji i ich płynność (McConnell 1984; Clyde i in. 1997; Tse, Devos 2004; Cisse i Fontaine 2011; Asyngier 2015). Najczęściej obserwuje się wzrost ceny akcji tuż po ogłoszeniu decyzji o zmianie rynku notowań, natomiast po dokonaniu tej operacji cena spada. Zmiana rynku notowań przyczynia się do zwiększenia płynności akcji i zmniejszenia zmienności notowań, zaś inwestorom umożliwia realizację transakcji po niższym koszcie. Innym obszarem badawczym są efekty finansowe osiągnięte przez badane podmioty po zmianie rynku (Dharan, Ikenberry 1995; Papaioannou i in. 2003).

Bezpośrednią inspiracją do powstania niniejszego artykułu były badania prowadzone przez Bakera i innych (1998; 1999a; 1999b; 1999c), którzy analizowali m.in. wpływ zmiany rynku notowań na rozpoznawalność spółki na rynku amerykańskim. Wśród stosowanych przez nich miar rozpoznawalności spółki (ang. *visibility effects*) znalazły się: liczba inwestorów instytucjonalnych, liczba posiadanych przez nich akcji oraz ich udział procentowy w strukturze akcjonariatu.

Zmiana rynku notowań może zatem prowadzić do zmian w strukturze akcjonariatu. W tym kontekście pojawia się pytanie, czy także w przypadku spółek przechodzących z NewConnect na rynek regulowany GPW obserwuje się takowe zmiany i czy faktycznie spółki te pozyskują nowych inwestorów? Celem niniejszego artykułu jest zatem ocena zmian w strukturze akcjonariatu spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW w Warszawie.

## 2. DEFINICJA STRUKTURY AKCJONARIATU

Przez strukturę akcjonariatu rozumie się charakterystykę wysokości udziałów skupionych w rękach określonych grup akcjonariuszy (Wypych 2015: 785). W zależności od przyjętego celu badania akcjonariuszy spółek akcyjnych można klasyfikować według różnych kryteriów<sup>4</sup>. Przyjmując za kryterium klasyfikacji stopień zaangażowania w sprawy spółki, wyróżnia się inwestorów aktywnych i pasywnych. W podejściu rynkowym akcjonariusze aktywni to inwestorzy poszukujący okazji rynkowych i dokonujący częstych transakcji

<sup>3</sup> Są to motywy, które zidentyfikowała autorka artykułu, analizując wywiady prasowe z menedżerami oraz komunikaty prasowe niektórych spółek zmieniających rynek notowań akcji.

<sup>4</sup> Szeroki przegląd kryteriów klasyfikacyjnych występujących w opracowaniach empirycznych prezentuje Adamska (2012).

kupna i sprzedaży akcji. Ich przeciwieństwem są akcjonariusze pasywni, stosujący strategię „kup i trzymaj”. W podejściu *corporate governance* akcjonariusz aktywny to inwestor zaangażowany w sprawy spółki, m.in. uczestniczący w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy i podejmowaniu ważnych decyzji dotyczących spółki. W zależności od wielkości posiadanych udziałów oraz możliwości wpływania na decyzje podejmowane na walnym zgromadzeniu, wyróżnia się akcjonariuszy posiadających pakiet kontrolny, dominujących, znacznych, mniejszościowych, drobnych. Ze względu na tożsamość akcjonariuszy, można ich klasyfikować według różnego stopnia szczegółowości i dostępności danych. Biorąc pod uwagę tożsamość inwestora, bardzo często w strukturze akcjonariatu wyróżnia się: osoby fizyczne, Skarb Państwa, instytucje finansowe i niefinansowe (firmy) (Adamska 2012: 42–43).

Zgodnie z powszechnie stosowaną klasyfikacją, inwestorów można podzielić na dwie grupy: instytucjonalnych i indywidualnych. Inwestorzy instytucjonalni to instytucje dokonujące długoterminowych inwestycji na rynku kapitałowym w oparciu o środki pozyskane od osób fizycznych oraz przedsiębiorstw niefinansowych. Inwestorami instytucjonalnymi są najczęściej towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne (Adamska 2014). Od inwestorów instytucjonalnych oczekuje się, iż przyjmą aktywną postawę w procesie nadzoru korporacyjnego, co powinno przyczynić się do większej efektywności spółki i wygenerowania korzyści dla pozostałych akcjonariuszy<sup>5</sup>.

W badaniach empirycznych poświęconych analizie struktury akcjonariatu ważną kwestią jest dostępność danych. Przepisy prawa wymagają, aby w raportach kwartalnych spółek publicznych były ujawniane informacje o akcjonariuszach posiadających bezpośrednio, jak i pośrednio minimum 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Dodatkowo, bez względu na wielkość udziału, należy ujawniać fakt posiadania akcji przez osoby zarządzające spółką i nadzorujące ją (*Rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 2009 § 87 ust. 7 pkt 5 i 7*). Także *Ustawa o ofercie publicznej* (Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539 ze zm. art. 70 pkt 3) obliuguje spółki publiczne do podawania do publicznej wiadomości wykazu akcjonariuszy posiadających minimum 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Akcjonariuszy posiadających ponad 5% głosów określa się akcjonariuszami notyfikowanymi, zaś pozostali tworzą akcjonariat rozproszony (*free float*).

W kontekście badań nad strukturą akcjonariatu należy odróżnić strukturę akcjonariatu od struktury kontroli. Istnieją różnorodne mechanizmy, które sprawiają, że udział w kontroli akcjonariusza jest większy lub mniejszy niż udział we własności (stanowią wyjątek od reguły „jedna akcja – jeden głos”). Zalicza się do nich m.in. uprzywilejowanie akcji co do głosu, wykluczenie prawa głosu w przypadku akcji niemych oraz akcji własnych nabytych przez spółkę (Adamska 2013:

---

<sup>5</sup> Więcej o roli inwestorów instytucjonalnych piszą: Adamska (2014), Słomka-Gołębiowska (2010).

175–194). Co więcej, powstawanie powiązań piramidalnych pomiędzy spółkami prowadzi do tego, iż kontrola w spółkach może być sprawowana także w sposób pośredni przez tzw. akcjonariusza ostatecznego (ang. *ultimate owner*).

### 3. PRZEGLĄD BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD STRUKTURĄ AKCJONARIATU

Struktura własności oraz kontroli stanowi przedmiot licznych badań empirycznych, w których m.in. wśród wielu różnych tendencji obserwuje się zmniejszenie udziału inwestorów indywidualnych w akcjonariacie spółek publicznych czy skracanie horyzontu inwestycyjnego (Adamska 2014).

Liczne badania poświęcone zostały zależnościom występującym między strukturą akcjonariatu a innymi zmiennymi opisującymi podmioty gospodarcze, zarówno o charakterze jakościowym, jak i ilościowym. Obszerną grupę badań stanowią analizy dotyczące wpływu struktury akcjonariatu na efektywność funkcjonowania spółek (Thomsen, Pedersen 2000; Varcholova, Beslerova 2013; Zatora, Maryniak 2013)<sup>6</sup>. Wyniki prowadzonych badań dowodzą, iż struktura akcjonariatu jest również determinantą struktury źródeł finansowania (Wilczyński 2015), wartości przedsiębiorstwa (Lin, Lin 2013), ryzyka upadłości (Poletti-Hughes, Ozkan 2014), płynności akcji i stopnia asymetrii informacji (Attig i in. 2006). Struktura własności i jej zmiany są przedmiotem analiz w badaniach nad: strategiami spółek (Jeżak 2010), zdolnością do kreowania kapitału intelektualnego (Bohdanowicz, Urbanek 2011), decyzjami rozwojowymi spółek (Jeżak 2011) czy też rotacją członków zarządu (Urbanek 2014). Struktura akcjonariatu wpływa również na prawdopodobieństwo wrogiego przejęcia spółki (Korpus 2013).

Inną grupę stanowią badania dotyczące zmian w strukturze własności lub kontroli, które są efektem procesów zachodzących w gospodarce, a szczególnie kryzysu finansowego. Problematyki tej dotyczą badania Adamskiej (2012), która analizowała zmiany w strukturze akcjonariatu spółek notowanych na głównym rynku akcji GPW w latach 2006–2010. Wyniki badań wskazują na systematyczny spadek udziału we własności instytucji finansowych i jednocześnie wzrost udziału podmiotów państwowych, firm oraz *free float*, co wiąże się z występowaniem zjawisk kryzysowych i obniżeniem wartości rynkowej spółek. Zaobserwowane prawidłowości prowadzą do konkluzji, iż instytucje finansowe stanowią najmniej stabilną grupę inwestorów wśród badanej grupy spółek (Adamska 2012: 51).

Zdaniem Mertona (1987) przeniesienie notowań akcji spółki na rynek o większym stopniu regulacji pozwala poszerzyć grono inwestorów i zwiększyć rozpoznawalność spółki. Można zatem przypuszczać, iż zmiany w strukturze własności mogą

---

<sup>6</sup>Obszerny przegląd i krytyczną analizę światowych i polskich badań z tego obszaru można znaleźć w artykule Wilczyńskiego (2014).

być skutkiem decyzji o przeniesieniu notowań akcji na rynek regulowany. Dotychczasowe badania z tego obszaru jedynie pośrednio dotyczą struktury akcjonariatu. Koncentrują się one bowiem wokół problematyki wpływu zmiany rynku notowań akcji na rozpoznawalność spółki, gdzie za miary rozpoznawalności spółki przyjmuje się liczbę inwestorów instytucjonalnych wśród akcjonariuszy spółki oraz liczbę posiadanych przez nich akcji. Wzrost zaangażowania inwestorów instytucjonalnych interpretowany jest jako efekt zwiększenia rozpoznawalności spółki

Przykładem są badania Bakera i innych (1999a; 1999b; 1999c), którzy analizowali wpływ zmiany rynku notowań akcji na rozpoznawalność spółek. Jako miary rozpoznawalności, oprócz liczby inwestorów instytucjonalnych oraz posiadanych przez nich akcji jako trzecią zmienną przyjęto liczbę analityków przygotowujących prognozy zysków spółki (Baker i in. 1999a; 1999b; 1999c). Kolejnym przyjętym przez badaczy miernikiem rozpoznawalności była częstotliwość pojawiania się nazwy spółki w „The Wall Street Journal” w określonym czasie (Baker i in. 1999b; 1999c).

Badania, obejmujące 331 spółek, które w latach 1984–1992 przeniosły swoje akcje z Nasdaq na NYSE, polegały m.in. na obliczeniu procentowych zmian każdej z trzech zmiennych dla trzech podokresów: od  $t-13$  do  $t-7$ , od  $t-7$  do  $t-1$  oraz po zmianie rynku, tj. od  $t-1$  do  $t+5$ , przy czym symbol  $t$  to miesiąc, w którym nastąpiła zmiana rynku (Baker i in. 1999a). Następnie, wykorzystując test  $t$ -Studenta dla prób zależnych, porównano otrzymane wartości zmiennych (wyrażonych jako zmiany procentowe) dla okresów poprzedzających zmianę rynku z wartościami zaobserwowanymi po tym zdarzeniu. Otrzymane wyniki wskazują na wzrost rozpoznawalności spółek w okresie poprzedzającym zmianę rynku oraz po tym zdarzeniu, przy czym w większości przypadków obserwuje się osłabienie tego efektu po zmianie rynku. Dodatkowo, przeprowadzona analiza regresji, która miała na celu określenie determinant rozpoznawalności, pozwoliła autorom badań stwierdzić, iż wzrost rozpoznawalności jest raczej związany z większą kapitalizacją spółki aniżeli z samym faktem zmiany rynku notowań (Baker i in. 1999a: 54).

Z kolei w badaniach obejmujących spółki migrujące z rynku AMEX na NYSE w okresie 1984–1993 Baker i inni (1999b) jako miary rozpoznawalności przyjęli cztery zmienne, przy czym trzy z nich (wyłączając liczbę cytowań) obliczono dla okresu  $t-12$  i  $t+12$ , gdzie  $t$  to miesiąc, w którym nastąpiła zmiana rynku. Analogiczne obliczenia zostały wykonane dla wybranej kontrolnej grupy spółek, które pozostały na rynku AMEX. Dla poszczególnych zmiennych w każdej z dwóch grup spółek obliczono ich zmiany procentowe. W przypadku spółek przenoszących swoje akcje na NYSE zaobserwowano większy wzrost poszczególnych zmiennych niż dla spółek, które tej zmiany nie dokonały, i – co ważne – jak wykazały testy  $t$ -Studenta oraz Wilcoxona (Baker i inni, 1999b) różnice te są istotne statystycznie.

Podobne badania prowadzili Tse i Devos (2004) na grupie 36 spółek, które przeniosły notowania swoich akcji z rynku AMEX na Nasdaq oraz 70 spółek

migrujących z rynku Nasdaq na AMEX w latach 1998–2000. Przedmiotem badań był wpływ decyzji o zmianie rynku notowań na koszty transakcyjne, rozpoznawalność spółki oraz reakcje rynku finansowego. Jako miary rozpoznawalności przyjęto liczbę inwestorów instytucjonalnych oraz ich udział we własności obliczone dla roku poprzedzającego i następującego po zmianie rynku notowań. Wykorzystując test t-Studenta dla prób zależnych, dokonano porównania średnich wartości odpowiednich zmiennych dla każdej z analizowanych grup spółek i dodatkowo dla kontrolnej grupy spółek. Jedynie w przypadku spółek przenoszących swoje akcje z rynku AMEX na NASDAQ zaobserwowano istotny statystycznie wzrost rozpoznawalności spółek (tj. wzrost zaangażowania inwestorów instytucjonalnych).

Uwzględniając wyniki badań naukowych oraz fakt, iż niektóre polskie spółki zmieniające rynek notowań akcji chciałyby pozyskać nowego inwestora – instytucję finansową, w niniejszym artykule przyjęto następującą hipotezę badawczą: przejście z rynku NewConnect na rynek główny GPW prowadzi do zwiększenia udziału instytucji finansowych w kapitale zakładowym badanych podmiotów.

#### 4. PRÓBA BADAWCZA I METODYKA BADAŃ

Do dnia 9 lipca 2015 r. rynek notowań dla swoich akcji zmieniło 39 spółek. Biorąc pod uwagę możliwość oceny zmian w strukturze akcjonariatu w następstwie zmiany rynku notowań akcji (dostępność sprawozdania finansowego za I kwartał 2015 r. w przypadku niektórych podmiotów), w próbie badawczej uwzględniono jedynie te podmioty, które dokonały takiej migracji do I kwartału 2014 r. włącznie. W efekcie próba badawcza objęła 28 spółek reprezentujących różne sektory gospodarki.

Dane do analizy zostały pozyskane z prospektów emisyjnych przygotowywanych w związku z ubieganiem się o wprowadzenie akcji do obrotu na rynku regulowanym oraz kwartalnych sprawozdań finansowych, sporządzonych za okres  $t_{-4}$ , gdzie  $t_0$  to kwartał, w trakcie trwania którego nastąpiła zmiana rynku notowań. Zidentyfikowano trzy grupy inwestorów notyfikowanych, posiadających bezpośrednio udziały w kapitale zakładowym: osoby fizyczne, spółki i instytucje finansowe<sup>7</sup> (Adamska 2012: 43). Identyfikując instytucje finansowe, przyjęto definicję zawartą w *Kodeksie spółek handlowych* (Dz.U. 2000 r. 94 poz. 1037 art. 4 § 1 pkt 7).

W celu weryfikacji przyjętej hipotezy badawczej dla każdej spółki zostały obliczone następujące zmienne opisujące strukturę akcjonariatu:

a) liczba akcji w posiadaniu osób fizycznych do ogólnej liczby akcji (wskaźnik *AU\_OF\_przed* oraz *AU\_OF\_po*);

b) liczba akcji w posiadaniu spółek do ogólnej liczby akcji (wskaźnik *AU\_S\_przed* oraz *AU\_S\_po*);

<sup>7</sup> W żadnym z badanych podmiotów Skarb Państwa nie posiadał bezpośrednich udziałów.

c) liczba akcji w posiadaniu instytucji finansowych do ogólnej liczby akcji (wskaźnik  $AU\_IF\_przed$  oraz  $AU\_IF\_po$ );

d) liczba akcji w posiadaniu *free float* do ogólnej liczby akcji (wskaźnik  $AU\_FF\_przed$  oraz  $AU\_FF\_po$ );

e) indeks Herfindahla-Hirschmana ( $HH\_przed$  oraz  $HH\_po$ ) obliczony według wzoru (Binderman i in. 2013: 28–29)<sup>8</sup>:

$$HH = \sum_{i=1}^n (UA_i)^2$$

gdzie  $UA_i$  to relacja liczby akcji posiadanych przez  $i$ -tego akcjonariusza do liczby akcji ogółem.

W celu stwierdzenia, czy wybrane zmienne po zmianie rynku notowań w istotny sposób różnią się od ich wartości w okresie poprzedzającym to wydarzenie, zastosowano nieparametryczny test kolejności par Wilcoxon (Łomnicki 2012: 129–132). Za wyborem tego testu przemawia fakt, iż rozkłady większości zmiennych istotnie różnią się od rozkładu normalnego (test Shapiro-Wilka).

Podstawowe informacje o spółkach uwzględnionych w badaniu zawiera tabela 1.

Tabela 1

Podstawowe dane o próbie badawczej

Lp.	Nazwa spółki	Data debiutu na NewConnect	Data debiutu na GPW	Sektor według klasyfikacji GPW	Subskrypcja akcji połączona z debiutem na rynku regulowanym	Wskaźnik dynamiki liczby akcji pomiędzy datą publikacji prospektu a okresem $t+4$ [%]
1.	MW Trade	2007.09.28	2008.12.19	usługi inne	nie	100
2.	Centrum Klíma	2008.05.28	2009.01.06	przemysł inne	nie	154
3.	Fast Finance	2008.05.06	2010.03.30	finanse inne	nie	100
4.	Pragma Inkaso	2008.04.14	2010.05.04	finanse inne	nie	133
5.	Indygo (LST Capital)	2008.08.13	2010.05.26	finanse inne	tak	150
6.	TESGAS	2009.07.08	2010.07.21	budowlany	tak	160

<sup>8</sup> Indeks Herfindahla-Hirschmana to miara stopnia koncentracji własności. Wartość bliska 1 świadczy o wysokiej koncentracji własności (Jeżak 2010: 53).



1	2	3	4	5	6	7
7.	KRYNICKI RECY- KLING	2008.02.14	2010.10.26	przemysł inne	tak	147
8.	TRANS POLONIA	2008.09.12	2010.11.25	usługi inne	tak	110
9.	PTI	2009.05.18	2010.12.01	finanse inne	nie	100
10.	EKO EX- PORT	2009.07.16	2010.12.28	usługi inne	nie	117
11.	Wadex	2008.06.03	2011.01.12	metalowy	tak	110
12.	Euroimplant	2008.03.18	2011.03.29	farmaceu- tyczny	nie	104
13.	Quercus TFI	2008.09.11	2011.03.30	rynek kapi- tałowy	nie	100
14.	Grupa SMT (ADV)	2007.10.09	2011.04.13	media	nie	100
15.	Dom Ma- klerski WDM	2007.08.30	2011.07.19	rynek kapi- tałowy	nie	100
16.	IQ Partners	2007.12.04	2011.10.11	finanse inne	nie	100
17.	MO-BRUK	2010.06.29	2012.04.25	przemysł inne	nie	100
18.	Voxel	2011.10.11	2012.10.23	usługi inne	nie	108
19.	PHZ Baltona	2011.06.30	2013.01.15	handel deta- liczny	nie	100
20.	Mabion	2010.08.10	2013.04.23	farmaceu- tyczny	tak	138
21.	Sco-Pak	2011.03.28	2013.06.17	drzewny	nie	100
22.	IBSM SA (PPG)	2009.10.13	2013.06.25	dewelophe- rzy	tak	113
23.	Invista	2008.01.24	2013.09.05	finanse inne	nie	110
24.	e-Kancelaria	2011.04.06	2013.09.26	finanse inne	nie	100
25.	Elemental Holding	2012.07.12	2013.12.18	usługi inne	tak	122
26.	Medicalgo- rithmics	2011.11.09	2014.02.03	usługi inne	nie	101
27.	Comperia-pl	2011.12.05	2014.03.25	media	tak	137
28.	DTP	2011.12.29	2014.03.26	finanse inne	nie	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań finansowych baz danych podmiotów oraz informacji publikowanych na oficjalnych stronach internetowych badanych spółek.

Badane podmioty reprezentują różne sektory gospodarki. W przypadku 9 spółek wprowadzenie akcji do obrotu na rynku regulowanym było połączone z emisją akcji. W niektórych spółkach emisja akcji miała miejsce w ciągu roku po debiucie na GPW.

## 5. ANALIZA OTRZYMANYCH WYNIKÓW

W tabeli 2 zostały zaprezentowane statystyki charakteryzujące strukturę akcjonariatu badanej grupy spółek.

Tabela 2

Liczba akcjonariuszy i struktura akcjonariatu badanych spółek

Zmienna	Przed migracją na rynek regulowany*	Po migracji na rynek regulowany**
I. Liczba inwestorów notyfikowanych	93	100
1. Osoby fizyczne	46	47
2. Spółki	28	28
3. Instytucje finansowe	19	25
II. Przeciętny udział poszczególnych grup inwestorów w kapitale zakładowym		
1. Inwestorzy notyfikowani	78,58%	72,12%
a) osoby fizyczne	23,99%	21,26%
b) spółki	52,58%	44,95%
c) instytucje finansowe	2,01%	5,91%
2. <i>Free float</i>	21,42%	27,88%

\* dane z dnia publikacji prospektu

\*\* dane z kwartału t+4, gdzie t0 to kwartał, w którym nastąpiła zmiana rynku notowań akcji

Źródło: obliczenia własne.

W badanej grupie spółek obserwuje się wzrost liczby instytucji finansowych oraz ich udziału w strukturze własności. Zmiana rynku notowań prowadzi także do rozproszenia struktury własności badanych spółek (wzrost udziału *free float*). W celu stwierdzenia, czy zaobserwowane zmiany są istotne ze statystycznego punktu widzenia, dla wybranych zmiennych przeprowadzono nieparametryczny test kolejności par Wilcoxon (tabela 3).

Tabela 3

Wyniki testu Wilcoxon<sup>a</sup> dla badanej grupy spółek

Zmienna	Rodzaj rangi**	N	Średnia ranga	Suma rang	z	p
AU_OF_po – AU_OF_ przed	Ujemne	13	10,23	133,00	–2,069	,039
	Dodatnie	5	7,6	38,00		
	Wiązania	10				
AU_S_po – AU_S_ przed	Ujemne	11	6,91	76,00	–2,132	,033
	Dodatnie	2	7,5	15,00		
	Wiązania	15				
AU_IF_po – AU_IF_ przed	Ujemne	6	7,67	46,00	–,408	,683
	Dodatnie	8	7,38	59,00		
	Wiązania	14				
AU_FF_po – AU_FF_ przed	Ujemne	6	8,17	49,00	–2,886	,004
	Dodatnie	18	13,94	251,00		
	Wiązania	4				
HH_po – HH_ przed	Ujemne	23	15,22	350,00	–3,868	,000
	Dodatnie	4	7,00	28,00		
	Wiązania	1				

\* przyjęty poziom istotności  $\alpha=0,05$ .

\*\* rangi dodatnie oznaczają, iż wartość analizowanej zmiennej po zmianie rynku notowań jest wyższa niż przed zmianą; ujemne zaś świadczą o jej zmniejszeniu.

Źródło: obliczenia własne przy zastosowaniu programu SPSS.

Dla zmiennej, którą jest udział instytucji finansowych w strukturze akcjonariatu (AU\_IF), wartość  $p>0,05$ , co oznacza, iż nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zakładającej równość median/rozkładów badanej zmiennej przed zmianą i po zmianie rynku notowań. Wzrost udziału instytucji finansowych we własności badanych podmiotów nie ma zatem charakteru statystycznie istotnego. W przypadku pozostałych zmiennych, zmiany ich wartości mają charakter istotny statystycznie. Przeniesienie notowań akcji na rynek główny prowadzi do zmniejszenia w strukturze akcjonariatu udziału osób fizycznych (AU\_OF) oraz spółek (AU\_S) (suma rang ujemnych jest większa niż rang dodatnich).

Można zaobserwować także istotny statystycznie wzrost udziału *free float* w strukturze akcjonariatu (AU\_FF). Potwierdzeniem tego zjawiska są wyniki otrzymane dla współczynnika koncentracji własności (HH), którego spadek (istotny statystycznie) świadczy o zmniejszeniu koncentracji własności i tym samym większym rozproszeniu akcjonariatu.

## 6. PODSUMOWANIE

W przypadku spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW nie obserwuje się istotnego zwiększenia udziału instytucji finansowych w kapitale zakładowym. Nie pozwala to na potwierdzenie przyjętej hipotezy badawczej. Istotną zmianą jest natomiast zmniejszenie udziału inwestorów notyfikowanych i tym samym zmniejszenie koncentracji własności, a także zmniejszenie udziału osób fizycznych oraz spółek. W grupie badanych podmiotów zaobserwowano wzrost liczby akcjonariuszy notyfikowanych zaledwie z 93 do 100. W badaniach jednakże nie analizowano, ilu spośród 100 akcjonariuszy notyfikowanych to akcjonariusze nowi.

Otrzymane wyniki mają pewne ograniczenia. Przede wszystkim przyjęty okres analizy jest stosunkowo krótki (tj. od daty publikacji prospektu do roku po dokonaniu migracji na rynek główny), aczkolwiek jest to konsekwencją krótkiego okresu funkcjonowania rynku NewConnect i małej liczby spółek migrujących na GPW (do dnia 9 lipca 2015 było to 39 spółek, podczas gdy na NewConnect notowanych było 438 spółek). Niewielka liczba spółek uwzględnionych w badaniu nakazuje w tym przypadku zachowanie pewnej ostrożności w formułowaniu jednoznacznych wniosków.

W badaniach uwzględniono jedynie akcjonariuszy bezpośrednich, pomijając powiązania piramidalne. W okresie objętym analizą mogły być tworzone spółki, do których dotychczasowi akcjonariusze (osoby fizyczne) wnosili swoje akcje. Aspekt ten nie był brany pod uwagę.

Badania nad strukturą akcjonariatu są dość rozległe, jednak nie dotyczyły one do tej pory tak wąskiej grupy spółek, jaką stanowią spółki migrujące z NewConnect na rynek główny GPW. Interesującym obszarem badawczym wydaje się być kwestia zależności między strukturą własności a strukturą kontroli oraz uwzględnienie tzw. inwestorów ostatecznych.

## BIBLIOGRAFIA

- Adamska A. (2012), *Zmiany akcjonariatu spółek publicznych w dobie kryzysu*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 117, s. 36–53.
- Adamska A. (2013), *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa.
- Adamska A. (2014), *Inwestorzy indywidualni jako akcjonariusze spółek publicznych w Polsce*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2(301), s. 81–102.
- Asyngier R. (2015), *Wpływ zmiany rynku notowań na cenę akcji polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia” nr 75, s. 19–30.
- Attig N., Fong W-M, Gadhoun Y., Lang L.H.P. (2006), *Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 30, s. 2875–2892.

- Baker H.K., Powell G. E., Weaver D.G. (1999a), *Listing Changes and Visibility Gains*, „Quarterly Journal of Business and Economics” vol. 38, no. 1, s. 46–63.
- Baker H.K., Powell G.E., Weaver D.G. (1999b), *The visibility effects of Amex listing*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, vol. 39, issue 3, s. 341–361.
- Baker H.K., Powell G.E., Weaver D.G. (1999c), *Does NYSE Listing Affect Firm Visibility?*, „Financial Management”, vol. 28, no. 2, s. 46–54.
- Binderman Z., Borkowski B., Szczyński W. (2013), *Zastosowanie metryki Minkowskiego do pomiaru zmian koncentracji*, „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych”, Tom XIV/3, s. 27–38.
- Bohdanowicz L., Urbanek G. (2011), *Struktury własnościowe polskich spółek publicznych a efektywność ich kapitału intelektualnego*, „Acta Universitatis Lodzianensis”, Folia Oeconomica 258, s. 49–94.
- Cisse A., Fontaine P.C. (2011), *Economic Consequences of Market Section Switching: Evidence from NYSE-Euronext Paris*, International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 2011, <http://ssrn.com/abstract=1834351>, (dostęp: 15.05.2015).
- Clyde P., Schultz P., Zaman M. (1997), *Trading costs and exchange delisting: The case of firms that voluntarily move from the American Stock Exchange to the NASDAQ*, „The Journal of Finance”, 52 (5), s. 2103–2112.
- Dharan B. G., Ikenberry D.L. (1995), *The long-run negative drift of post-listing stock returns*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50, no. 5, s. 1547–74.
- Dyrektorywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (DZ.U. L 145 z 30.4.2004).
- Jeżak J. (red.) (2010), *Struktury własnościowe polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Jeżak J. (2011), *Struktury własnościowe spółek kapitałowych jako kluczowy element ich potencjału rozwojowego*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici. Ekonomia XLII, Nauki Humanistyczno-Społeczne”, zeszyt 403, tom 2011, s. 81–93.
- Korpus J. (2013), *Czynniki podatności spółek na wrogie przejęcia*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Lin F-L., Lin H-L. (2013), *Ultimate Controller Ownership and Firm Value in Taiwan*, „Emerging Markets Finance & Trade”, vol. 49, no. 1, s. 68–81.
- Łomnicki A. (2012), *Wprowadzenie do statystyki dla przyrodników*, PWN, Warszawa.
- McConnell J.J., Sanger G.C. (1984), *A trading strategy for new listings on the NYSE*, „Financial Analysts Journal”, 40 (1), s. 34–38.
- Merton, R.C. (1987), *Presidential Address: A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, „Journal of Finance”, 42, s. 483–510.
- Papaioannou G.J., Travlos N.G., Viswanathan K.G. (2003), *The Operating Performance of Firms that Switch their Stock Listings*, „The Journal of Financial Research”, vol. 26, no. 4, s. 469–486.
- Poletti-Hughes J., Ozkan A. (2014), *Ultimate Controllers, Ownership and the Probability of Insolvency in Financially Distressed Firms*, „Managerial and Decision Economics”, vol. 35, s. 36–50.
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu* (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2015 r.), strona internetowa: [http://www.newconnect.pl/pub/regulacje\\_prawne/Regulamin\\_ASO\\_UTP.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO_UTP.pdf), (dostęp: 15.05.2015).
- Regulamin Gieldy*, strona internetowa: <http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin-gpw.pdf>, (dostęp: 3.07.2015).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. 2014 poz. 133).

- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz.U. 2010 nr 84 poz. 547).
- Słomka-Gołębiowska A. (2010), *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych – dobra praktyka w Polsce?* „Master of Business Administration”, vol. 3 (104), s. 49–64.
- Thomsen S., Pedersen T. (2000), *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*, „Strategic Management Journal”, vol. 2, s. 689–705.
- Tse Y., Devos E. (2004), *Trading costs, investor recognition and market response: An analysis of firms that move from the AMEX(NASDAQ) to NASDAQ(AMEX)*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 28 (1), s. 63–83.
- Urbanek P. (2014), *Zmiany akcjonariatu a rotacja członków zarządu na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Studia Ekonomiczne”, nr 166, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice, s. 228–237.
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538 ze zm.)
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539 ze zm.).
- Ustawa z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000 nr 94 poz. 1037 ze zm.).
- Varcholova T., Beslerova S. (2013), *Ownership Structure and Company Performance – Research and Literature Review*, Financial Internet Quarterly „e-Finance”, vol. 9, nr 2, s. 24–33
- Wilczyński R. (2014), *Struktura właścicielska a efektywność funkcjonowania przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 67, s. 163–173.
- Wilczyński R. (2015), *Znaczenie kontroli właścicielskiej dla kształtowania struktury źródeł finansowania przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, s. 771–782.
- Wypych M. (2015), *Koncentracja własności a wypłata dywidend na przykładzie przemysłowych spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 73, s. 783–792.
- Zator M., Maryniak P. (2013), *Struktura właścicielska a rentowność przedsiębiorstw. Przykład z rynku polskiego*, [w:] S. Owsiak, A. Pollok (red.), *W poszukiwaniu nowego ładu ekonomicznego*, PTE, Warszawa, s. 147–162.

Anna Wawryszuk-Misztal

## CHANGES IN THE OWNERSHIP STRUCTURE OF POLISH FIRMS CHANGING THE STOCK MARKET

**Abstract.** The aim of this paper is to examine the changes of ownership structure of a sample of 28 firms that moved from alternative stock market (NewConnect) to the main stock market (Warsaw Stock Exchange). The research hypothesis states that changing the market results in an increase the ownership of financial institutions. A chosen variables depicting ownership structure were calculated before and after moving from one market to another. The results of nonparametric Wilcoxon test do not confirm the hypothesis, i.e. one cannot state that the ownership of financial institution increases. While it is possible to state that the free float increases and the ownership concentration decreases.

**Keywords:** ownership structure, change of stock listings, NewConnect, Warsaw Stock Exchange.