



Alina Szewc-Rogalska

Uniwersytet Rzeszowski, Wydział Ekonomii, [aszewc@ur.edu.pl](mailto:aszewc@ur.edu.pl)

## Zależności między własnością instytucjonalną a kondycją finansową i wartością spółek giełdowych

**Streszczenie:** Celem pracy jest analiza zależności między udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturach własnościowych a funkcjonowaniem spółek giełdowych, zwłaszcza ich kondycją finansową i wartością. W pracy przedstawiono najważniejsze przesłanki i mechanizmy oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na wybrane aspekty funkcjonowania spółek portfelowych. Zaprezentowano wyniki wybranych badań zagranicznych i krajowych, dotyczących związków między udziałem inwestorów instytucjonalnych we własności a kondycją finansową i wartością spółek. Ponadto przeprowadzono ocenę kreacji wartości spółek i wartości dla akcjonariuszy na polskim rynku kapitałowym. Ustalono, że pozytywne, statystycznie istotne zależności między własnością instytucjonalną a kondycją finansową i wartością spółek są zazwyczaj obserwowane na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Dotyczy to zwłaszcza rynków charakteryzujących się dużym stopniem rozwoju własności instytucjonalnej (Thomsen, Pedersen, 2000; Ferreira, Matos, 2008). Natomiast badania na polskim rynku kapitałowym nie przynoszą jednoznacznych wyników (Aluchna i inni, 2005; Aluchna, 2007; Jeżak, Matyjas, Bohdanowicz, 2010; Adamska, Urbanek, 2014). Ocena kreacji wartości dla akcjonariuszy w spółkach z udziałem inwestorów instytucjonalnych była zróżnicowana (Szewc-Rogalska, 2012). Spółki z dużym udziałem funduszy emerytalnych wyróżniały się pod względem kreacji wartości dla akcjonariuszy, a także pod względem poziomu wypłacanych dywidend. Natomiast w spółkach z dużym udziałem funduszy inwestycyjnych nie występowała kreacja wartości dla akcjonariuszy.

**Słowa kluczowe:** inwestor instytucjonalny, wartość spółek, kondycja finansowa, struktury własnościowe

**JEL:** G23, G32, G34

# 1. Wprowadzenie

Pogłębiająca się finansyzacja gospodarki, której istotą jest odgrywanie znaczącej, a niekiedy nawet nadrzędnej roli sfery finansowej w porównaniu ze sferą realną, znajduje odzwierciedlenie w wielu aspektach funkcjonowania rynku finansowego, gospodarki i gospodarstw domowych. Jednym z jej przejawów jest rosnące znaczenie inwestorów instytucjonalnych na rynkach finansowych oraz w strukturach własnościowo-kontrolnych spółek giełdowych. Tendencje te obserwowane są nie tylko w skali europejskiej i światowej, ale również na polskim rynku kapitałowym. Zarówno w teorii nauk ekonomicznych, jak i w praktyce gospodarczej toczy się ożywiona dyskusja na temat roli inwestorów instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego, ich wpływu na różne obszary funkcjonowania spółek giełdowych, w tym kondycję finansową i wartość spółek. W niniejszej pracy podjęto próbę włączenia się do tych rozważań naukowych. Jej problematyka nawiązuje do wielowątkowej dyskusji w ramach tzw. teorii nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*), która mieści się w nurcie nowej ekonomii instytucjonalnej.

Celem niniejszej pracy jest analiza zależności między udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturach własnościowych a wybranymi aspektami funkcjonowania spółek giełdowych, zwłaszcza ich kondycją finansową i wartością (w świetle wybranych wyników badań empirycznych krajowych i zagranicznych).

Główny cel pracy doprecyzowano za pomocą następujących celów szczegółowych:

1. Rozpoznanie najważniejszych przesłanek i mechanizmów oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na wybrane aspekty funkcjonowania spółek portfelowych.
2. Przedstawienie wyników analizy związków między udziałem inwestorów instytucjonalnych we własności a kondycją finansową i wartością spółek zarówno na zagranicznych rynkach kapitałowych (w świetle badań, które przeprowadzili m.in. Thomsen, Pedersen, 2000; Ferreira, Matos, 2008), jak i na polskim rynku kapitałowym (w świetle następujących badań: Aluchna i inni, 2005; Aluchna, 2007; Jeżak, Matyjas, Bohdanowicz, 2010; Adamska, Urbanek, 2014). W wymienionych badaniach rozpatrywano struktury własnościowe z perspektywy koncepcji własności w ujęciu prawnym (formalnym). Wobec tego w tych badaniach analizowano udziały inwestorów instytucjonalnych w następujących ujęciach: w ogólnej liczbie akcji spółek, w ogólnej liczbie głosów, w kapitale własnym, w kapitalizacji giełdowej. Natomiast w badaniach kondycji finansowej spółek giełdowych przyjmowano zarówno podejście fundamentalne (wskaźniki: *ROE*, *ROA*, marża zysku, wskaźnik rentowności operacyjnej, relacja wydatków inwestycyjnych do aktywów ogółem, stopa wzrostu aktywów, stopa wzrostu przychodów), jak i podejście rynkowe (stopa zwrotu z akcji, całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy – *TSR*). Jako

miarę wartości spółek przyjęto wskaźnik  $Q$ -Tobina lub wskaźnik  $P/BV$  (będący relacją wartości rynkowej akcji do ich wartości księgowej).

3. Omówienie wyników pomiaru kreacji wartości spółek i wartości dla akcjonariuszy w warunkach własności instytucjonalnej na polskim rynku kapitałowym (w świetle badań Szewc-Rogalskiej, 2012). Badania te reprezentują nurt związany z koncepcją SHV – *shareholder value*. W porównaniu do badań wymienionych w drugim celu szczegółowym pracy badania Szewc-Rogalskiej koncentrują się na kreacji wartości spółek i kreacji wartości dla akcjonariuszy. Wymaga to oszacowania stopy zwrotu oczekiwanej przez akcjonariuszy (zgodnie z modelem CAPM) oraz uwzględnienia jej w konstrukcji określonych wskaźników. Ponadto nowym elementem – w porównaniu do innych prac z zakresu struktur własnościowych – jest badanie tych struktur z perspektywy koncepcji własności w ujęciu ekonomicznym. Umożliwia to ukazanie rzeczywistego oddziaływania struktur własnościowych z udziałem inwestorów instytucjonalnych na kreację wartości spółek i kreację wartości dla akcjonariuszy.

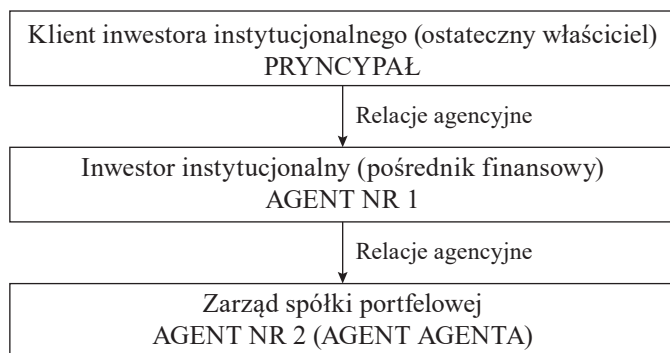
## 2. Najważniejsze przesłanki i mechanizmy oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na wybrane aspekty funkcjonowania spółek portfelowych

W literaturze nie ma jednoznacznej definicji inwestorów instytucjonalnych. W szerszym ujęciu, które podaje m.in. W. Dębski (2007), inwestorzy instytucjonalni to przedsiębiorstwa oraz instytucje lokujące w papiery wartościowe poważne kwoty kapitału, które zostały im powierzone w formie depozytów, składek ubezpieczeniowych, zakupu rent itp. Podstawową cechą tych instytucji jest duże doświadczenie i profesjonalizm w lokowaniu powierzonych im środków. Do grupy tych inwestorów zalicza się: banki (komercyjne, inwestycyjne), instytucje ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i inwestycyjne (Dębski, 2007: 550).

Z kolei A. Sławiński (2006) jako inwestorów instytucjonalnych określa instytucje dokonujące długoterminowych inwestycji na rynku kapitałowym. Zalicza do nich przede wszystkim towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne. W wielu krajach, zwłaszcza azjatyckich, banki centralne muszą pełnić rolę globalnych inwestorów instytucjonalnych ze względu na kumulację rezerw walutowych. Sławiński podkreśla, że nie są one stworzone do tej roli, ponieważ nie mogą m.in. przenieść całego ryzyka inwestycyjnego na swoich klientów – w przeciwieństwie do „prawdziwych” funduszy inwestycyjnych.

Fundusze inwestycyjne, którym rozproszeni inwestorzy powierzają swoje środki, pełnią w relacjach z nimi rolę tzw. agenta pierwszego poziomu (Campbell, 2011: 37). W literaturze inwestorów instytucjonalnych (w tym m.in. fundusze inwestycyjne) określa się jako agentów pilnujących agentów. Powstaje wówczas kaskadowy problem agencji (Bojańczyk, 2007: 178). Ilustruje to rysunek 1. Ponadto poszczególni inwestorzy instytucjonalni, w tym towarzystwa funduszy inwestycyjnych, borykają się z konfliktami agencyjnymi (Gad, 2014: 89–104).

Z uwagi na powierniczy charakter swojej działalności fundusze inwestycyjne i inni inwestorzy instytucjonalni mają przesłanki do sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółkami, które wybrali do swojego portfela inwestycyjnego. Jak podkreśla Jeżak (2004: 5–8), mogą oni korzystać z przysługującego im prawa do kontroli w sposób bardziej efektywny, niż czynili to przez dziesiątki lat rozproszeni akcjonariusze indywidualni. Z jednej strony inwestorzy ci mają niezbędne zasoby, umiejętności i motywacje ekonomiczne umożliwiające ukierunkowanie menedżerów na działania zwiększające wartość dla akcjonariuszy. W przypadku posiadania znaczących pakietów akcji mają możliwość decydowania o kierunkach rozwoju spółek. Z drugiej strony, z uwagi na duże rozdrobnienie portfela inwestycyjnego, pojawiają się ograniczenia związane z możliwością pozyskiwania i przetwarzania przez inwestorów instytucjonalnych informacji niezbędnych do monitorowania spółek (Gillan, Starks, 2000: 275–305; Almazan, Hartzell, Starks, 2005: 5–34; Chen, Harford, Li, 2007: 279–305).



Rysunek 1. Kaskadowy problem agencji w przypadku inwestorów instytucjonalnych  
Źródło: opracowanie własne na podstawie Bojańczyk, 2007: 178; Pietrewicz, 2010: 10

Inwestorzy instytucjonalni mogą stosować dwie podstawowe strategie sprawowania nadzoru korporacyjnego, tj. strategię głosu i strategię wyjścia (Adamska, Urbanek, 2014: 81–102). Strategia głosu jest związana z funkcjonowaniem wewnętrznego (instytucjonalnego) mechanizmu nadzoru. Polega ona na aktywnym uczestnictwie w procesach monitoringu i kontroli decyzji zarządów spółek,

wynikającym z przysługujących praw korporacyjnych. Natomiast strategia wyjścia dotyczy funkcjonowania zewnętrznego (rynkowego) mechanizmu nadzoru, polegającego na decyzjach związanych z kapitałowym wejściem lub wyjściem ze spółki giełdowej. Jest to strategia aktywnej selekcji spółek portfelowych i wycofywania się ze spółek, które nie spełniają oczekiwań tych inwestorów, głównie ze względu na niską kreację wartości dla akcjonariuszy.

Z rozważań teoretycznych i badań empirycznych wynika, że rola funduszy inwestycyjnych w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego w spółkach notowanych na GPW w Warszawie jest ograniczona (Adamska, Urbanek, 2014: 81–102). Stanowi to przede wszystkim rezultat niewielkiego zaangażowania kapitałowego tych inwestorów. Spółki, w których strukturach własnościowych występują fundusze inwestycyjne, charakteryzują się na ogół wyższymi standardami nadzoru korporacyjnego. Jest to rezultat właściwej selekcji spółek giełdowych do portfela inwestycyjnego tych inwestorów. Fundusze inwestycyjne wybierają spółki lepsze pod względem kondycji finansowej, perspektyw rozwojowych i jakości nadzoru korporacyjnego.

Inwestorzy instytucjonalni są skłonni wyżej wyceniać spółki posiadające wysokie standardy w zakresie nadzoru korporacyjnego. Z badań przeprowadzonych przez firmę NBS Communications w 2010 roku wynika, że zdecydowana większość (91,8%) ankietowanych uznała, że przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego i dobra komunikacja z inwestorami mogą wpłynąć na wycenę spółek. 47,5% uczestników badania uznało, że utrzymywanie wysokich standardów w tym zakresie może zwiększyć wycenę nawet o ponad 10% (*Ulubieńcy polskich inwestorów*, 2010).

Decyzje inwestorów instytucjonalnych dotyczące zwiększenia swojego zaangażowania kapitałowego są pozytywnie postrzegane przez innych uczestników rynku kapitałowego. Jak wynika z badań przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym, przekazanie do wiadomości publicznej informacji o podjęciu decyzji dotyczącej zwiększenia udziału TFI i OFE w spółkach giełdowych wywierało pozytywny wpływ na zmiany kursów akcji tych spółek. Wzrost zaangażowania funduszy inwestycyjnych w akcjonariacie spółek giełdowych przyczyniał się do znacznie wyższego przyrostu wartości akcji niż w przypadku funduszy emerytalnych (Stępień, 2006: 14–16).

Inwestorzy instytucjonalni ze sfery finansowej (w tym m.in. fundusze inwestycyjne) reprezentują tzw. kapitał niecierpliwy (Ratajczak, 2012: 281–302). Powoduje to tendencję do skracania horyzontu czasowego podejmowanych decyzji inwestycyjnych (Mączyńska, 2013: 727–742). Najpoważniejszy zarzut formułowany wobec inwestorów instytucjonalnych to krótkowzroczna orientacja działania, przejawiająca się nerwowymi reakcjami na giełdach przy spadku cen akcji. Szczególnie silne reakcje są obserwowane w przypadku funduszy inwestycyjnych (Dennis, Strickland, 2002: 1923–1949).

Rosnący udział inwestorów instytucjonalnych na rynkach finansowych przyczynił się do upowszechnienia koncepcji kreowania wartości dla akcjonariuszy (SHV – *shareholder value*) (Pawłowicz, 2001: 13–18). To z kolei spowodowało istotne zmiany w podejściu do kształtowania wartości przedsiębiorstw. Zamiast dotychczasowej zasady „zatrzymać i zainwestować”, zaczęła obowiązywać nowa zasada – „wyzbywać się i rozprawdzać” (Lazonick, O’Sullivan, 2000: 13–35). Zgodnie z nową zasadą menedżerowie koncentrują się na krótkoterminowej kreacji wartości dla akcjonariuszy, co w wielu przypadkach sprowadza się do takiego kształtowania portfela aktywów przedsiębiorstwa, aby były jak najwyżej wyceniane przez rynek finansowy (Demiński, 2011: 150). Koncepcja SHV jest poddawana krytyce m.in. za to, że przyczyniła się do rozwoju krótkoterminowej orientacji inwestorów, nieodpowiedzialnego działania pośredników finansowych nastawionych na realizację szybkich zysków oraz nadmiernego wykorzystywania dźwigni finansowej (Aluchna, 2014: 9–24).

### 3. Udział inwestorów instytucjonalnych we własności a kondycja finansowa i wartość spółek na różnych rynkach kapitałowych

Badania dotyczące wpływu inwestorów instytucjonalnych na kondycję finansową i wartość spółek są podejmowane zarówno na rynkach kapitałowych o dużym udziale własności instytucjonalnej, jak i w krajach, w których następuje dynamiczny rozwój tej własności. Badania te są zróżnicowane pod względem sposobu ujmowania własności instytucjonalnej, przyjmowanych miar kondycji finansowej i wartości spółek, a zwłaszcza otrzymanych rezultatów. Poniżej omówiono wybrane przykłady takich badań.

Spośród badań na rynku europejskim warto wymienić m.in. badania 435 największych przedsiębiorstw (Thomsen, Pedersen, 2000: 689–700). Autorzy wyróżnili pięć typów właścicieli spółek, tj. inwestorów instytucjonalnych, banki, rodziny, przedsiębiorstwa i rząd. Jako miarę wartości spółek przyjęli współczynnik  $P/BV$ , czyli relację wartości rynkowej akcji do ich wartości księgowej. Ustaliли, że przedsiębiorstwa, w których dominowała własność instytucjonalna, wykazywały najwyższy poziom współczynnika  $P/BV$  w porównaniu do innych typów przedsiębiorstw. Ponadto badano zależność między wielkością udziałów różnych typów własności a kształtowaniem się współczynnika  $P/BV$ . Szczególnie silna zależność wystąpiła w przypadku inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza w przedsiębiorstwach funkcjonujących na rynku brytyjskim. Nawiązując do cytowanych badań, należy dodać, że Wielka Brytania wyróżnia się na tle krajów europejskich szczególnie wysokim udziałem inwestorów finansowych w kapitalizacji giełdo-



wej, wynoszącym w analizowanym okresie około 45% (*Share ownership structure in Europe*, 2008).

Obszerne badania dotyczące roli światowych inwestorów instytucjonalnych przeprowadzili Ferreira, Matos (2008: 499–533). Badaniami objęto 5,3 tys. inwestorów instytucjonalnych w 27 krajach w latach 2000–2005, którzy posiadali udziały w kapitalizacji giełdowej spółek niefinansowych (ponad 38 tys. obserwacji). Badana własność instytucjonalna stanowiła 40% światowej kapitalizacji giełdowej. Ze względu na pochodzenie inwestora instytucjonalnego wyodrębniono własność instytucjonalną krajową i zagraniczną. Natomiast ze względu na typ tego inwestora wyróżniono własność niezależnych instytucji (fundusze powiernicze i niezależni doradcy inwestycyjni) oraz własność instytucji finansowych (banki, firmy ubezpieczeniowe). Badano związek między różnymi typami własności instytucjonalnej spółek giełdowych a działalnością operacyjną spółek (mierzoną za pomocą rentowności aktywów *ROA* i marży zysku) oraz wartością spółek (mierzoną za pomocą wskaźnika *Q*-Tobina). Wskaźnik *Q*-Tobina wyznaczany jest następująco: aktywa ogółem plus wartość rynkowa akcji minus wartość księgową akcji, a otrzymany wynik jest dzielony przez aktywa ogółem.

Ferreira, Matos (2008: 499–533) ustalili, że związek między zagranicznymi i niezależnymi instytucjami a działalnością operacyjną spółek (*ROA* i marża zysku) był dodatni i statystycznie istotny. Ponadto stwierdzono występowanie negatywnej zależności między własnością instytucjonalną ogółem a relacją wydatków inwestycyjnych do aktywów ogółem, przy czym statystycznie istotne zależności wystąpiły tylko w przypadku zagranicznych i niezależnych instytucji. Wyniki tych badań stanowią potwierdzenie stawianej przez autorów hipotezy, że niektórzy inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza zagraniczni oraz niezależne instytucje, sprawują skuteczny monitoring nad spółkami, co przekłada się na korzystniejsze ich wyniki operacyjne oraz powoduje osłabienie skłonności menedżerów do przeinwestowywania. Ponadto ustalono, że zagraniczna oraz niezależna własność instytucjonalna sprzyjają zwiększaniu wartości spółek, mierzonej za pomocą wskaźnika *Q*-Tobina. Za pomocą modeli panelowych ustalono, że wzrost udziału zagranicznej własności instytucjonalnej o jednostkę powoduje wzrost wskaźnika *Q*-Tobina przeciętnie o 0,039, natomiast analogiczny wzrost niezależnej własności instytucjonalnej przekłada się na wzrost wskaźnika *Q*-Tobina przeciętnie o 0,021. Ponadto z przedstawionych badań wynika, że finansowa własność instytucjonalna, reprezentowana głównie przez banki i firmy ubezpieczeniowe, nie wywiera znaczącego wpływu na wzrost wartości spółek.

Jak wynika z cytowanych badań, poszczególni inwestorzy instytucjonalni wykazują zróżnicowane motywacje i aktywność w monitorowaniu spółek. Zagraniczne i niezależne instytucje przyjmują aktywną postawę, podczas gdy inne instytucje powiązane biznesowo z lokalnymi spółkami są często lojalne wobec menedżerów tych spółek (Ferreira, Matos, 2008: 499–533). Wyniki innych badań empirycznych również wskazują, że niezależni doradcy inwestycyjni i fundusze wspólnego inwe-

stowania (fundusze powiernicze) są aktywni w monitorowaniu spółek (Almazan, Hartzell, Starks, 2005: 5–34; Chen, Harford, Li, 2007: 279–305).

Z badań przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym należy wymienić badania zbiorowości 143 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1997–2004 (Aluchna i inni, 2005: 41). Wyróżniono pięć typów właścicieli, tj. założycieli, inwestorów indywidualnych, inwestorów branżowych, inwestorów finansowych oraz Skarb Państwa. Do inwestorów finansowych (instytucjonalnych) zaliczono podmioty z sektora usług finansowych, tj. banki, fundusze inwestycyjne, a także podmioty, których wielkość pakietu akcji świadczy o finansowym charakterze inwestycji. Ustalono, że średnia wartość wskaźnika  $Q$ -Tobina w spółkach z udziałem inwestora finansowego (instytucjonalnego) jedynie w 2004 roku była wyższa niż w innych grupach spółek. Analiza korelacji nie pozwoliła na wskazanie spójnych i statystycznie istotnych relacji między wielkością udziałów inwestora finansowego a poziomem wskaźnika  $Q$ -Tobina.

W innych badaniach (Aluchna, 2007: 267) analizą objęto 130 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1997–2002. Za punkt wyjścia badania udziałów różnych typów akcjonariuszy przyjęto 5% głosów (w badaniach nie uwzględniano akcjonariuszy posiadających mniej niż 5% głosów w strukturze akcjonariatu). Z przeprowadzonych badań wynika, że zależność między udziałem instytucji finansowych (inwestorów instytucjonalnych) a kształtowaniem się wskaźnika  $ROE$  oraz wskaźnika rentowności operacyjnej ma charakter nieliniowy. Stwierdzono, że wyższy poziom tych wskaźników współwystępował z udziałem instytucji finansowych w przedziale od 15% do około 35%. Poniżej i powyżej tego poziomu wartość wskaźników była niższa.

Na uwagę zasługują obszernie badania dotyczące związków między strukturami własnościowymi spółek a strategiami ich rozwoju i kondycją finansową (Jeżak, Matyjas, Bohdanowicz, 2010: 227–242). Analizie poddano 350 spółek, których akcje były notowane na GPW w Warszawie na koniec 2005 roku oraz w latach 2006–2007. Jako najważniejszych akcjonariuszy badanych spółek wyróżniono inwestorów zagranicznych, Skarb Państwa, inwestorów finansowych i członków zarządu spółek. Wielkość udziałów poszczególnych typów inwestorów w strukturach własnościowych szacowano na podstawie ich udziałów w liczbie akcji, przy czym uwzględniano bloki akcji przekraczające 5%. Jako miary kondycji finansowej przyjęto następujące wskaźniki<sup>1</sup>: rentowność aktywów, rentowność kapitału własnego, całkowitą stopę zwrotu dla akcjonariuszy, stopę wzrostu aktywów oraz stopę wzrostu przychodów. Należy wyjaśnić, że całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR$ ) jest wyznaczana jako iloraz wartości dodanej inwestora w danym okresie (wynikającej ze zmiany cen akcji i wypłaty dywidendy na akcję) oraz

<sup>1</sup> Z punktu widzenia celu niniejszego artykułu szczególnie interesujące są relacje między strukturami własnościowymi a kondycją finansową spółek giełdowych, natomiast nie cytowano wyników badań dotyczących strategii rozwoju tych spółek.



ceny akcji na początku okresu. Wskaźnik ten wyrażany jest w procentach. Interesujące są wyniki badań dotyczących zależności między udziałem inwestorów finansowych w strukturach własnościowych a kształtowaniem się wymienionych wskaźników charakteryzujących kondycję finansową spółek.

Na podstawie analizy korelacji Pearsona ustalono występowanie w 2007 roku dodatniego statystycznie istotnego związku między udziałem inwestorów finansowych w strukturach własnościowych a kształtowaniem się całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy. Z kolei analiza korelacji Spearmana potwierdziła występowanie w 2007 roku dodatniego statystycznie istotnego związku między udziałem inwestorów finansowych w strukturach własnościowych a kształtowaniem się stopy wzrostu aktywów. Natomiast nie stwierdzono statystycznie istotnych zależności w przypadku pozostałych wskaźników finansowych (Jeżak, Matyjas, Bohdanowicz, 2010: 227–242).

Podjęto próbę odniesienia się do cytowanych powyżej badań. Dodatni wpływ inwestorów finansowych na kształtowanie się całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy można wyjaśnić dążeniem tych inwestorów do osiągania maksymalizacji stopu zwrotu z tytułu inwestycji w akcje spółek giełdowych. Jednocześnie należy zauważyć, że inwestorzy ci wybierają do swojego portfela inwestycyjnego spółki, które są w dobrej kondycji finansowej i generują relatywnie wysoką stopę zwrotu z akcji. Z kolei dodatni wpływ inwestorów finansowych na stopę wzrostu aktywów można wyjaśnić specyfiką struktur własnościowych z udziałem tych inwestorów. Z badań Szewc-Rogalskiej (2012: 209) wynika, że inwestorzy finansowi bardzo często występują łącznie z menedżerami w strukturach własnościowych spółek giełdowych. Wobec tego dodatnia zależność między takimi strukturami własnościowymi a wysoką stopą wzrostu aktywów wynika przede wszystkim z dążenia menedżerów do wzrostu wartości bilansowej aktywów, wzrasta bowiem ich prestiż z tytułu zarządzania dużymi spółkami (por. np. Bohdanowicz, Jeżak, 2009: 405–416).

Najnowsze badania (Adamska, Urbanek, 2014: 81–102) obejmują analizę kształtowania się kondycji finansowej spółek o różnym zaangażowaniu kapitałowym funduszy inwestycyjnych, notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2011. W badaniach uwzględniono Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych i spółki zarejestrowane w Polsce. Badano udział TFI w kapitale własnym spółek, a następnie spółki te podzielono na cztery grupy według kwartyli tych udziałów. Jako miary kondycji finansowej przyjęto *ROE* (podejście fundamentalne) oraz stopę zwrotu z akcji (podejście rynkowe). Ustalono, że *ROE* kształtuje się zazwyczaj na wyższym poziomie w spółkach o wyższym udziale funduszy inwestycyjnych w strukturach własnościowych. Autorzy badań podkreślają, że zarządzający funduszami dobrze rozpoznają spółki pod względem ich podstaw fundamentalnych, czyli na podstawie *ROE*. Wyższe zaangażowanie funduszy inwestycyjnych występuje zazwyczaj w spółkach o wyższym poziomie *ROE*. Natomiast zależność

między udziałem funduszy inwestycyjnych a kształtowaniem się stopy zwrotu z akcji nie ma tak jednoznacznego charakteru. Pewna współzależność występuje w przypadku dodatniej stopy zwrotu z akcji. Zazwyczaj jest ona wyższa w spółkach z wyższym udziałem funduszy inwestycyjnych. Natomiast nie stwierdzono takiej zależności w przypadku ujemnych stóp zwrotu z akcji.

## 4. Kreacja wartości spółek i wartości dla akcjonariuszy w warunkach własności instytucjonalnej na polskim rynku kapitałowym

Jak już wspomniano, inwestorzy instytucjonalni dążą do maksymalizacji stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w akcje spółek giełdowych. Wobec tego zostaną zaprezentowane badania dotyczące zależności między udziałem inwestorów instytucjonalnych (finansowych) w strukturach własnościowych spółek giełdowych a kreacją wartości dla akcjonariuszy (Szewc-Rogalska, 2012).

Struktury własnościowo-kontrolne rozpatrywano w sposób umożliwiający określenie, jakie są faktyczne możliwości oddziaływania poszczególnych grup znaczących inwestorów na decyzje podejmowane na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA). Uwzględniono liczbę i strukturę głosów, które mogą być faktycznie wykonywane przez znaczących inwestorów na WZA. Udział poszczególnych typów inwestorów wyznaczono w odniesieniu do sumy głosów posiadanych przez znaczących akcjonariuszy na WZA, czyli posiadających przynajmniej 5% głosów. Rozpatrywano łącznie 620 obserwacji (124 spółki niefinansowe notowane na GPW w Warszawie w latach 2004–2008) i za pomocą metod taksonomicznych (metoda Warda) wyodrębniono 9 typów struktur własnościowo-kontrolnych. Ze względu na ograniczoną objętość niniejszej pracy przedstawiono tylko wybrane typy struktur własnościowo-kontrolnych, ze szczególnym uwzględnieniem inwestorów instytucjonalnych (tab. 1)<sup>2</sup>.

Ocena struktur własnościowo-kontrolnych z perspektywy inwestorów wymaga uwzględnienia stopy zwrotu oczekiwanej przez akcjonariuszy ( $C_E$ ). Stopa ta jest uzależniona od ryzyka, na jakie narażone jest inwestowanie w akcje spółek giełdowych. Najczęściej jest wyznaczana zgodnie z modelem CAPM. W świetle założeń tego modelu stopa zwrotu oczekiwana przez akcjonariuszy zależy od stopy zwrotu wolnej od ryzyka (tj. stopy zwrotu z papierów wartościowych uznawanych

<sup>2</sup> Dane zawarte w tabeli 1 zaczerpnięto z tabel 43, 44, 46, 51, 52, 54, 58, 61, 62, 64, 67, 70–72, 74, 77, 80 zamieszczonych w pracy Szewc-Rogalskiej (2012: 209–255). Jednakże ich analizę przeprowadzono z innej perspektywy niż autorka pracy, jako cel przyjęto bowiem ukazanie specyfiki spółek z udziałem inwestorów instytucjonalnych na tle spółek o odmiennych strukturach własnościowych.

za bezpieczne), poziomu ryzyka systematycznego (wyrażonego za pomocą indeksu beta) oraz rynkowej premii za ryzyko. Indeks ryzyka beta jest miarą wrażliwości dochodu z danej akcji (stopy zwrotu z akcji) na zmiany indeksu rynkowego (który obrazuje ogólną koniunkturę gospodarczą i na rynku finansowym). Jako stopę zwrotu wolną od ryzyka przyjęto rentowność rocznych bonów skarbowych. W latach 2004–2006 wykazywała ona tendencję malejącą – z poziomu 6,63% do 4,18%. Natomiast w latach 2007–2008 wynosiła odpowiednio 4,57% i 6,46%. Rynkowa premia za ryzyko oszacowana dla Polski (Damodaran, 2010) wahała się od 5,99% do 6,11%. Indeks ryzyka beta wyznaczono na podstawie danych dotyczących cen akcji poszczególnych spółek w ujęciu miesięcznym w badanym pięcioletnim okresie, a za odpowiednik portfela rynkowego przyjęto indeks WIG (Szewc-Rogalska, 2012: 133–212).

Osiąganie przez spółki dodatniej stopy zwrotu z kapitału własnego świadczy o przyroście wartości spółki, a tym samym potencjalnej wartości dla akcjonariuszy. Z perspektywy kreacji wartości spółki i potencjalnej wartości dla akcjonariuszy istotne jest generowanie stopy zwrotu z kapitału własnego wyższej od stopy zwrotu oczekiwanej przez akcjonariuszy. Dlatego też badano kształtowanie się stopy zwrotu z kapitału własnego ( $ROE$ ) oraz jej relacji do stopy oczekiwanej przez akcjonariuszy ( $C_E$ ), czyli nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego ( $ROE - C_E$ ). Zmiany wartości spółek, a tym samym zmiany potencjalnej wartości dla akcjonariuszy, oceniono z perspektywy rynku kapitałowego. Perspektywa ta znajduje odzwierciedlenie w kształtowaniu się mnożnika ceny i wartości księgowej akcji ( $P/BV$ ) oraz wskaźnika  $Q$ -Tobina. Korzyści finansowe akcjonariuszy z tytułu przyrostu cen rynkowych akcji i dywidend wypłacanych przez spółki giełdowe znajdują odzwierciedlenie w kształtowaniu się całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR$ ). Nadwyżka całkowitej stopy zwrotu z akcji ( $TSR$ ) nad stopą zwrotu oczekiwaną przez akcjonariuszy ( $C_E$ ), czyli dodatnia wartość nadwyżkowej całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR - C_E$ ), świadczy o kreacji wartości dla akcjonariuszy. Korzyści finansowe akcjonariuszy wynikające z dywidend wypłacanych przez niektóre spółki giełdowe odzwierciedla stopa dywidendy ( $DYR$ ) (Szewc-Rogalska, 2012: 223–246).

Z danych zawartych w tabeli 1 wynika, że mediana<sup>3</sup> wyznaczona dla stopy zwrotu oczekiwanej przez akcjonariuszy ( $C_E$ ) w przypadku wszystkich badanych spółek wynosiła 11,6%. Oznacza to, że w odniesieniu do 50% badanych spółek akcjonariusze oczekiwali stopy zwrotu wyższej niż 11,6%, a w przypadku pozostałych 50% spółek niższej od 11,6%. Stopa zwrotu oczekiwana przez akcjonariuszy spółek z udziałem funduszy inwestycyjnych wynosiła 12,3% i była wyższa od przeciętnej dla ogółu badanych spółek. Natomiast w przypadku spółek

<sup>3</sup> Z uwagi na występowanie licznych skrajnych wartości, zwłaszcza w przypadku  $ROE$  i  $TSR$ , posłużono się medianą, która w takich przypadkach jest miarą bardziej właściwą niż średnia arytmetyczna.

z udziałem funduszy emerytalnych i spółek kontrolowanych przez menedżerów oczekiwana stopa zwrotu kształtowała się na poziomie zbliżonym do przeciętnego dla ogółu badanych spółek. Natomiast w przypadku spółek kontrolowanych przez inwestorów branżowych zagranicznych oczekiwana stopa zwrotu była najniższa na tle badanych spółek.

Tabela 1. Krecja wartości spółek i wartości dla akcjonariuszy na polskim rynku kapitałowym w latach 2004–2008

Wyszczególnienie	Spółki ogółem	W tym:			
		FINAN (F.INW)_IND_MEN	FINAN (OFE_+UBP)	MEN	BRA_Z
Stopa zwrotu oczekiwana przez akcjonariuszy ( $C_F$ )	11,6	12,3	11,5	11,3	9,7
Stopa zwrotu z kapitału własnego ( $ROE$ )	7,3	5,9	7,2	9,7	8,8
Nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego ( $ROE - C_F$ )	-4,2	-4,4	-4,2	-1,6	-0,1
Mnożnik ceny i wartości księgowej akcji ( $P/BV$ )	1,70	1,87	1,70	1,47	1,87
Wskaźnik $Q$ -Tobina	1,47	1,57	1,54	1,24	1,46
Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR$ )	8,8	8,5	16,9	7,9	9,9
Nadwyżkowa całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR - C_F$ )	-0,2	-2,7	3,0	-4,6	1,8
Stopa dywidendy ( $DYR$ ) – kwartył trzeci	1,6	1,4	3,1	0,9	5,2

Objaśnienia: FINAN(F.INW)\_IND\_MEN – spółki, w których występuje przewaga udziału inwestorów finansowych (zwłaszcza funduszy inwestycyjnych) nad udziałem inwestorów indywidualnych oraz udziałem menedżerów (78 obserwacji); FINAN(OFE\_UBP) – spółki kontrolowane przez inwestorów finansowych, z przewagą funduszy emerytalnych (31 obserwacji), MEN – spółki kontrolowane przez menedżerów (89 obserwacji), BRA\_Z – spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych (116 obserwacji).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Szewc-Rogalska, 2012: 209–255

Mediana wyznaczona dla wskaźnika  $ROE$  dla wszystkich badanych spółek wynosiła 7,3%. Spółki kontrolowane przez menedżerów lub przez inwestorów branżowych zagranicznych generowały relatywnie wysoką stopę zwrotu z kapitału własnego, znacznie wyższą od przeciętnej dla ogółu badanych spółek.  $ROE$  w spółkach z udziałem funduszy emerytalnych było wyższe niż w spółkach z udziałem funduszy inwestycyjnych. Mediana wyznaczona dla nadwyżkowej stopy zwrotu z kapitału własnego ( $ROE - C_F$ ) w badanych spółkach przyjmowała wartość ujemną, tj. -4,2%. Oznacza to, że stopa zwrotu z kapitału własnego ( $ROE$ ) była znacznie

niższa od stopy zwrotu oczekiwanej przez akcjonariuszy ( $C_E$ ). Nie występowała zatem kreacja wartości. Analogiczna sytuacja, potwierdzająca brak kreacji wartości, wystąpiła we wszystkich czterech analizowanych typach spółek. Sytuację tę w spółkach z udziałem funduszy inwestycyjnych oraz w spółkach z udziałem funduszy emerytalnych można określić jako wyjątkowo niekorzystną w porównaniu do spółek kontrolowanych przez menedżerów lub inwestorów branżowych zagranicznych.

Mediana wyznaczona dla mnożnika ceny i wartości księgowej akcji ( $P/BV$ ) dla ogółu badanych spółek wynosiła 1,70. Spółki z udziałem funduszy inwestycyjnych oraz spółki z udziałem funduszy emerytalnych były relatywnie wysoko wyceniane przez rynek kapitałowy (zarówno  $P/BV$ , jak i  $Q$ -Tobina), zazwyczaj korzystniej niż ogół badanych spółek. Jednocześnie należy zauważyć, że wycena spółek z udziałem funduszy inwestycyjnych była korzystniejsza niż spółek z udziałem funduszy emerytalnych. Spółki kontrolowane przez menedżerów były znacznie niżej wyceniane przez rynek kapitałowy niż spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych.

Spółki z udziałem funduszy emerytalnych wyróżniały się na tle badanych spółek bardzo wysokim poziomem całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR$ ) oraz nadwyżkowej stopy zwrotu dla akcjonariuszy ( $TSR - C_E$ ). Należy zauważyć, że istotny wpływ miała relatywnie wysoka stopa dywidendy w tych spółkach, przekraczająca przeciętnego poziomu dla badanej zbiorowości. Kwartył trzeci<sup>4</sup> wyznaczony dla stopy dywidendy w spółkach z udziałem funduszy emerytalnych wynosił 3,1%. Oznacza to, że w 25% tych spółek stopa dywidendy kształtowała się na poziomie wyższym niż 3,1%, a w pozostałych 75% spółek na poziomie niższym niż 3,1%. Natomiast spółki z udziałem funduszy inwestycyjnych odznaczały się zbliżonymi lub słabszymi wynikami niż spółki ogółem. Zbliżone wyniki odnotowano w zakresie  $TSR$  i  $DYR$ , natomiast znacznie słabsze w przypadku  $TSR - C_E$ . Spółki kontrolowane przez inwestorów branżowych zagranicznych wyróżniały się na tle ogółu spółek bardzo wysokimi dywidendami (trzeci kwartył  $DYR$  na poziomie 5,2%), jak również korzystnymi wynikami w zakresie  $TSR$  oraz  $TSR - C_E$ .

## 5. Podsumowanie i wnioski

Z podjętej analizy zależności między udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturach własnościowo-kontrolnych a wybranymi aspektami funkcjonowania spółek giełdowych, zwłaszcza ich kondycją finansową i wartością (w świe-

<sup>4</sup> Z uwagi na mały odsetek spółek (w całej zbiorowości badanych spółek) wypłacających dywidendy obliczona wartość mediany dla stopy dywidendy przyjmuje wartość zerową. W związku z tym konieczne było posłużenie się kwartyłem trzecim.

tle wybranych wyników badań empirycznych), wynikają następujące ustalenia i wnioski.

Inwestorzy instytucjonalni mogą oddziaływać na funkcjonowanie, kondycję finansową i wartość spółek giełdowych, stosując zarówno mechanizmy bezpośredniego nadzoru korporacyjnego, jak i mechanizmy rynkowe polegające na doborze spółek do portfela inwestycyjnego. Zakres stosowania poszczególnych mechanizmów, proporcje między nimi zależą od szeregu uwarunkowań prawnych i ekonomicznych, w tym m.in. od modelu nadzoru korporacyjnego na danym rynku, stopnia rozwoju rynku kapitałowego i własności instytucjonalnej.

Skrócenie horyzontu czasowego decyzji inwestycyjnych, wywieranie na zarządy spółek portfelowych dużej presji związanej z natychmiastową poprawą wyników finansowych i wzrostem cen akcji, a także nerwowe reakcje inwestorów instytucjonalnych na rynkach kapitałowych powodują dużą zmienność wartości w krótkim okresie, wzrost ryzyka błędnych wycen i nadmierne koncentrowanie się na wartości rynkowej. Z drugiej strony informacje o wzroście zaangażowania kapitałowego inwestorów instytucjonalnych w spółkach o wyższych standardach nadzoru korporacyjnego, lepszej kondycji finansowej i perspektywach rozwojowych, wywołują pozytywne reakcje ze strony innych uczestników rynku kapitałowego, przekładając się na wzrost cen rynkowych akcji. Liczne badania empiryczne potwierdzają korzystniejsze wyceny rynkowe struktur własnościowo-kontrolnych spółek z udziałem inwestorów instytucjonalnych.

Pozytywne, statystycznie istotne zależności między własnością instytucjonalną a kondycją finansową i wartością spółek są zazwyczaj obserwowane na rozwiniętych rynkach kapitałowych, zwłaszcza charakteryzujących się dużym stopniem instytucjonalizacji własności korporacyjnej. Wynika to z badań, które przeprowadzili m.in. Thomsen i Pedersen (2000) oraz Ferreira i Matos (2008). Badania na polskim rynku kapitałowym (Aluchna i inni, 2005; Aluchna, 2007; Jeżak, Matyjas, Bohdanowicz, 2010; Adamska, Urbanek, 2014), przeprowadzone w warunkach dynamicznego rozwoju własności instytucjonalnej, nie przynoszą jednoznacznych wyników. Ocena kreacji wartości dla akcjonariuszy spółek z udziałem inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym również była zróżnicowana (Szewc-Rogalska, 2012). Spółki z dużym udziałem funduszy emerytalnych wyróżniały się pod względem kreacji wartości dla akcjonariuszy, a także pod względem poziomu dywidend wypłacanych akcjonariuszom. Natomiast w spółkach z dużym udziałem funduszy inwestycyjnych nie występowała kreacja wartości dla akcjonariuszy, całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy kształtowała się bowiem na poziomie niższym niż stopa zwrotu oczekiwana przez akcjonariuszy.

Zróżnicowany charakter omawianych zależności wynika z niejednorodności inwestorów instytucjonalnych, klasyfikowanych ze względu na różne kryteria – m.in. jako inwestorzy krajowi i zagraniczni, fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne, banki i pozabankowe instytucje finansowe. Ich niejednorodność



przejawia się w pewnej odmienności celów, horyzontu czasowego podejmowanych decyzji inwestycyjnych, poziomu akceptowanego ryzyka inwestycyjnego, przesłanek i możliwości sprawowania nadzoru korporacyjnego, poziomu oczekiwanej stopy zwrotu kapitału z inwestycji, struktury korzyści finansowych (dywidendy czy niepewne zyski z przyrostu cen rynkowych akcji).

Obserwowane zależności między udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturach własnościowo-kontrolnych a kondycją finansową, wartością spółek i kreacją wartości dla akcjonariuszy są w różnym stopniu rezultatem zarówno właściwej selekcji spółek portfelowych, jak i sprawowania efektywnego nadzoru korporacyjnego. Należy zauważyć, że istotne jest nie tyle sprawstwo podmiotowe inwestorów instytucjonalnych, ale przede wszystkim oddziaływanie określonych struktur własnościowo-kontrolnych z udziałem tych inwestorów.

## Bibliografia

- Adamska A., Urbanek P. (2014), *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa”, nr 2, s. 81–102.
- Almazan A., Hartzell J., Starks L. (2005), *Active institutional shareholders and cost of monitoring: evidence from executive compensation*, „Financial Management”, vol. 34, no. 4, s. 5–34, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00116.x>.
- Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2014), *Nadzór korporacyjny wobec krytyki koncepcji shareholder value*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. XCI/2, s. 9–24.
- Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A. (2005), *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk, <http://www.pfcg.org.pl> [dostęp: 4.04.2006].
- Bohdanowicz L., Jeżak J. (2009), *Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 534, s. 405–416.
- Bojańczyk M. (2007), *Rola funduszy inwestycyjnych w warunkach globalizacji*, SGH w Warszawie, Warszawa.
- 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, s. 33–54.
- Chen X., Harford J., Li K. (2007), *Monitoring: which institutions matter?*, „Journal of Financial Economics”, vol. 86, s. 279–305, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.005>.
- Damodaran A. (2010), *Estimating country risk premiums*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [dostęp: 20.02.2010].
- Dembiński P.H. (2011), *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa 2011.
- Dennis P., Strickland D. (2002), *Who blinks in volatile markets, individuals or institutions?*, „The Journal of Finance”, vol. 57, no. 5, s. 1923–1949, <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00484>.
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, 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, s. 499–533, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>.
- Gad D. (2014), *Źródła konfliktu agencyjnego w towarzystwach funduszy inwestycyjnych*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. XCI/2, s. 89–104.
- Gillan S., Starks L. (2000), *Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*, „Journal of Financial Economics”, vol. 57, no. 2, s. 275–305, [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1).
- Jeżak J. (2004), *Teoria własności i jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji”, nr 9, s. 5–8.
- Jeżak J., Matyjas Z., Bohdanowicz L. (2010), *Struktury własnościowe polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju (podsumowanie badań)*, [w:] A. Zakrzewska-Bielawska (red.), *Koncepcje i metody zarządzania strategicznego oraz nadzoru korporacyjnego. Doświadczenia i wyzwania*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, s. 227–242.
- Lazonick W., O'Sullivan M. (2000), *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, „Economy and Society”, vol. 29, no. 1, s. 13–35, <http://dx.doi.org/10.1080/030851400360541>.
- Mączyńska E. (2013), *Lamane obietnice jako syndrom nieładu instytucjonalnego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 766, s. 727–742.
- Pawłowicz L. (2001), *Struktura rynku kapitałowego i akcjonariatu a zarządzanie wartością*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa, s. 11–18.
- Pietrewicz L. (2010), *Rozwój rynku inwestorów instytucjonalnych i jego wpływ na relacje agencji w spółkach giełdowych*, „Zarządzanie Zmianami. Zeszyty Naukowe”, nr 3, s. 1–20, <http://www.pou.pl> [dostęp: 5.12.2015].
- Ratajczak M. (2012), *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista”, nr 3, s. 281–302.
- Share ownership structure in Europe* (2008), Federation of European Securities Exchanges (FESE), Economics and Statistics Committee (ESC), [http://www.fese.eu/\\_lib/files/Share\\_Ownership\\_Survey\\_2007\\_Final.pdf](http://www.fese.eu/_lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf) [dostęp: 15.01.2010].
- Sławiński A. (2006), *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawnski112006.pdf> [dostęp: 22.02.2009].
- Stępień K. (2006), *Warto sprawdzać, w co inwestują inwestorzy instytucjonalni*, „Parkiet”, nr 266, s. 14–16.
- Szewc-Rogalska A. (2012), *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- Thomsen S., Pedersen T. (2000), *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal”, vol. 21, no. 6, s. 689–705, [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y).
- Ulubieńcy polskich inwestorów* (2010), [http://www.pb.pl/2/a/2010/05/21/Ulubienicy\\_polskich\\_inwestorow](http://www.pb.pl/2/a/2010/05/21/Ulubienicy_polskich_inwestorow) [dostęp: 21.05.2010].


## Relationship Between Institutional Ownership and Financial Standing and Value of Stock Exchange Listed Companies

**Abstract:** This study aims to analyze the relationship between the share of institutional investors in ownership structures and operation of stock exchange-listed companies, particularly their financial standing and value. It presents the most significant reasons and mechanisms of impacts of institution-

al investors on the selected aspects of operation of portfolio companies. It highlights the outcomes of the selected international and domestic research on the relationship between the share of institutional investors in the ownership and the financial standing and value of companies. Moreover, the evaluation of creation of companies' value and value for shareholders in the Polish capital market was performed. It was found that positive, statistically-significant relations between the institutional ownership and the financial standing and value of companies may be usually seen in well-developed capital markets. It pertains mainly to the markets featuring a high level of institutional ownership (Thomsen, Pedersen, 2000; Ferreira, Matos, 2008). The research in the Polish capital market has failed to produce any explicit outcomes (Aluchna et al., 2005; Aluchna, 2007; Jeżak, Matyjas, Bohdanowicz, 2010; Adamska, Urbanek, 2014). The valuation of creation of value for shareholders in the companies with the share of institutional investors varied (Szewc-Rogalska, 2012). The companies with a high share of pension funds stood out in terms of the creation of value for shareholders, as well as in terms of the level of disbursed dividends. However, the creation of value for shareholders did not occur in companies with a high share of investment funds.

**Keywords:** institutional investor, value of companies, financial standing, ownership structures

**JEL:** G23, G32, G34

	<p>© by the author, licensee Łódź University – Łódź University Press, Łódź, Poland.          This article is an open access article distributed under the terms and conditions          of the Creative Commons Attribution license CC-BY          (<a href="http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/">http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/</a>)</p>
	<p>Received: 2016-04-24; verified: 2016-11-05. Accepted: 2017-02-20</p>