

Agata Adamska^{*}

INWESTORZY INDYWIDUALNI JAKO AKCJONARIUSZE SPÓŁEK PUBLICZNYCH W POLSCE

1. WPROWADZENIE

Dynamika sytuacji na rynkach kapitałowych związana jest nie tylko ze zmianami kursów instrumentów finansowych, ale i wzorców własności i kontroli występującymi w odniesieniu do spółek, których akcje są na tych rynkach notowane [Adamska 2013]. Jedną z tendencji obserwowanych na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat jest zmniejszanie się udziału inwestorów indywidualnych w akcjonariacie spółek publicznych. Wprawdzie w krajach o krótkiej historii przemysłu nadal dominują firmy rodzinne [Morck i Steier 2005: 5], ale na rynkach bardziej dojrzałych widoczna jest instytucjonalizacja akcjonariatu spółek [Jeżak 2012: 197]. Innymi istotnymi trendami są: skracanie się horyzontu inwestycyjnego [Dallas 2011: 264], rosnąca częstotliwość zawierania transakcji [Rodrigues 2011: 95] oraz mała aktywność akcjonariuszy w zakresie nadzoru nad spółkami [por. np. Aluchna 2012: 354–357].

Polski rynek należy do grupy rynków wschodzących – historia notowań akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie sięga zaledwie początku lat 90. XX w. Istotne w tym kontekście staje się pytanie, czy na polskim rynku kapitałowym występują podobne tendencje w zakresie zachowania inwestorów indywidualnych, jak na bardziej dojrzałych rynkach, czy też rynek ten podąża własną ścieżką rozwoju. Udzielenie odpowiedzi na to pytanie wymaga uprzedniego zdiagnozowania zachowań polskich inwestorów indywidualnych, co stało się celem tego artykułu. W analizie wykorzystano ręcznie zbierane dane pochodzące z różnorodnych źródeł¹. Pozwoliły one na spojrzenie na problem zacho-

^{*} Dr, adiunkt, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

¹ Dane pochodziły z raportów bieżących i okresowych publikowanych w systemie ESPI, z zestawień składu organów spółek, zamieszczanych na portalach bankier.pl i wp.pl, a także z informacji publikowanych przez GPW [www.gpw.pl] oraz z raportów *Notoria Serwis SA* pozyskanych za pomocą bazy EMIS.

wań inwestorów indywidualnych z odmiennych perspektyw uwzględniających zarówno ich wpływ na generowanie obrotu akcjami spółek publicznych (podejście rynkowe), jak i udział tych inwestorów we własności i kontroli (podejście *corporate governance*). Pierwsza część badania, dotyczyła zmian rynkowych zachowań inwestorów indywidualnych, dlatego jej zasięgiem objęto okres 9 lat (2002–2010) – wystarczająco długi, żeby można było analizować trendy. Z kolei udział inwestorów we własności i kontroli wymaga pogłębionej analizy strukturalnej, dlatego została ona przeprowadzona według stanu na koniec analizowanego okresu – 31.12.2010 r.

2. AKCJE W RĘKACH INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH JAKO ELEMENT *FREE FLOATU*

Inwestorów operujących na rynku akcji można podzielić na trzy podstawowe grupy: inwestorów zagranicznych oraz inwestorów krajowych – instytucjonalnych i indywidualnych. W tab. 1 przedstawiono uwzględniającą ten podział strukturę obrotów akcjami na GPW na przestrzeni lat 2002–2010.

Tabela 1

Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach sesyjnych akcjami notowanymi
na rynku głównym GPW

Inwestorzy	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zagraniczni	35%	32%	33%	41%	31%	33%	43%	36%	47%
Institucjonalni	36%	39%	32%	33%	34%	37%	39%	37%	34%
Indywidualni	29%	29%	35%	26%	35%	30%	18%	27%	19%
Razem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: *Udział inwestorów w obrotach giełdowych – dane zagregowane 1996–2012...*

Dane obejmują jedynie obroty sesyjne, a więc pominięto w nich transakcje pakietowe, co umożliwia ocenę aktywności poszczególnych grup w odniesieniu do handlu akcjami w wolnym obrocie (*free float*). Inwestorzy uczestniczący w tym handlu nastawieni są zazwyczaj bardziej spekulacyjnie i przyjmują krótszy horyzont inwestycyjny, niż uczestnicy rynku kontroli nad spółkami.

Udział inwestorów indywidualnych w obrotach akcjami na rynku głównym GPW na początku XXI w. utrzymywał się na poziomie około 30–35%. W późniejszym okresie wielkość tego udziału zmniejszyła się, podlegając jednocześnie silnym wahaniom. W 2008 r. i 2010 r. udział w obrotach tej grupy inwestorów osiągnął nawet dość niski poziom poniżej 20%. W ciągu rozpatrywanego okresu

udział inwestorów indywidualnych zmniejszył się więc istotnie. Ich miejsce na rynku wypełnili krajowi inwestorzy instytucjonalni i inwestorzy zagraniczni. Oznacza to, że inwestorzy indywidualni stali się w zakresie spekulacyjnych transakcji na rynku akcji mniej aktywni niż pozostałe dwie grupy. To zmniejszenie zaangażowania mogło mieć jednak jedynie charakter relatywny i wynikać ze zwiększonej aktywności inwestorów zagranicznych i krajowych instytucjonalnych. Aby ocenić, czy zaangażowanie krajowych inwestorów indywidualnych spadło także w wartościach bezwzględnych porównano wielkość generowanych przez nich obrotów w przekroju czasowym. Dane obejmujące lata 2002–2010 zawarto w tab. 2.

Tabela 2

Wartość obrotów sesyjnych generowanych przez inwestorów indywidualnych

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wartość obrotów* (mln PLN)	13 930	19 054	38 760	46 188	111 270	135 357	55 010	89 614	80 647
Kapitalizacja spółek krajowych (mln PLN)	110 565	140 001	214 313	308 418	437 719	509 887	267 359	421 178	542 646
Wartość obrotów w relacji do kapitalizacji spółek	12,6%	13,6%	18,1%	15,0%	25,4%	26,5%	20,6%	21,3%	14,9%

* Wartość obrotów uwzględnia, że w transakcję zaangażowane były środki zarówno kupującego, jak i sprzedającego akcje.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW opublikowanych na stronach internetowych: <http://www.gpw.pl/analizy> oraz http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki.

Jak wynika z danych zawartych w tab. 2, po początkowym dynamicznym wzroście aktywności inwestorów indywidualnych, trwającym do 2007 r. włącznie, odnotowano gwałtowny spadek wartości generowanych przez nich obrotów. Na obniżenie się tej wartości w różnym stopniu wpłynęły takie czynniki jak mniejsza liczba zawieranych transakcji i mniejsza wartość jednostkowa przeciętnej transakcji, uwarunkowana mniejszą liczbą akcji będącą przedmiotem przeciętnej transakcji lub niższą ceną samych akcji. W celu sprawdzenia, czy silniejszy wpływ na odnotowany spadek obrotów miała zmiana zachowań inwestorów czy też uwarunkowany był on głównie obniżającym się poziomem cen akcji, dokonano porównania w czasie relacji wartości obrotów do wartości kapitalizacji spółek. Pozwoliło to uwzględnić zmiany stanu koniunktury giełdowej prowadzące do wahań kursów transakcyjnych. Z przedstawionych danych wynika, że w latach 2006 i 2007 relacja wartości obrotów do kapitalizacji była najwyższa w całym rozpatrywanym okresie i to przy utrzymującym się wysokim poziomie samej kapitalizacji. W 2008 r. wyraźnemu spadkowi kapitalizacji ryn-

ku spowodowanemu drastycznym obniżeniem się kursów akcji spółek towarzyszył jeszcze większy spadek wartości obrotów. Dowodzi to silnego wpływu kryzysu na zachowania inwestorów indywidualnych o nastawieniu spekulacyjnym, którzy zmniejszają swoją aktywność. Zaprezentowane dane wskazują również, że w przypadku inwestorów indywidualnych ważną rolę odgrywają czynniki behawioralne – widać efekt chciwości w okresie dynamicznego wzrostu kursów i panikę po krachu giełdowym. W kolejnych latach można zaobserwować pewne wahania wartości relacji obrotów do kapitalizacji spółek, lecz skala spekulacji pozostała ograniczona. Można zatem przyjąć, że pod względem kierunku zmian zachowania inwestorów indywidualnych posiadających w swoich rękach akcje znajdujące się w wolnym obrocie, sytuacja na polskim rynku zbliżyła się do tej występującej na bardziej dojrzałych rynkach.

3. INWESTORZY INDYWIDUALNI JAKO AKCJONARIUSZE NOTYFIKOWANI

W ocenie wielu badaczy spadkowi aktywności inwestorów indywidualnych towarzyszy na rynkach światowych inny trend, pokazujący na nasilanie się zjawiska pasywności akcjonariuszy wobec spółek [por. np. Bebchuk 2006; Monks 2011]. W odniesieniu inwestorów indywidualnych badanie problemu zaangażowania akcjonariuszy w nadzór nad spółkami na polskim rynku oparto na analizie zachowań akcjonariuszy notyfikowanych, czyli takich, których pakiet akcji uprawnia do co najmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki.

W dniu 31.12.2010 r. na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych było 371 polskich spółek. Tylko w jednej z nich nie było żadnego akcjonariusza notyfikowanego – wszystkie akcje znajdowały się w rękach inwestorów posiadających pakiety uprawniające do mniej niż 5% ogólnej liczby głosów (*free float* wyniósł w niej 100%). W pozostałych 370 spółkach akcjonariusze notyfikowani występowali w liczbie: od jednego (w 63 spółkach) do nawet 9 (w 2 spółkach). Łącznie zidentyfikowano 1139 tego typu akcjonariuszy, z czego 462 było inwestorami indywidualnymi.

W tab. 3 uszeregowano akcjonariuszy notyfikowanych według ich malejącego udziału w kapitale własnym poszczególnych spółek, a następnie podobny zabieg przeprowadzono w odniesieniu do inwestorów indywidualnych. Inwestorzy indywidualni byli akcjonariuszami o największym udziale w kapitale własnym w 175 podmiotach, stanowiących 47% ogółu spółek, a w 134 spółkach zajmowali drugą pozycję. Na kolejnych pozycjach plasowali się rzadziej. Wyjątek stanowi sytuacja, gdy w spółce występowało 9 akcjonariuszy notyfikowanych – zaobserwowano ją w 2 spółkach, z czego w jednej (a więc w 50% przy-

padków) akcjonariuszem notyfikowanym był inwestor indywidualny. Przedstawione dane dowodzą, że osoby fizyczne nie są wyłącznie akcjonariuszami mniejszościowymi – w wielu spółkach odgrywają wiodącą rolę.

Tabela 3

Akcjonariusze notyfikowani w spółkach publicznych

Pozycja akcjonariusza w spółce (pod względem udziału w kapitale własnym)	Inwestorzy notyfikowani łącznie			Tylko inwestorzy indywidualni		
	liczba	średni udział w głosach	średni udział w kapitale	liczba	średni udział w głosach	średni udział w kapitale
Akcjonariusz 1	370	43,37%	41,12%	175	38,41%	35,04%
Akcjonariusz 2	307	14,07%	13,61%	134	16,58%	15,03%
Akcjonariusz 3	212	8,91%	9,04%	76	10,19%	9,66%
Akcjonariusz 4	128	7,48%	7,62%	36	9,02%	8,76%
Akcjonariusz 5	71	6,46%	6,63%	26	6,99%	6,39%
Akcjonariusz 6	36	5,94%	5,78%	10	6,53%	5,90%
Akcjonariusz 7	10	6,04%	6,24%	3	6,51%	6,33%
Akcjonariusz 8	3	5,64%	5,98%	1	5,10%	5,10%
Akcjonariusz 9	2	5,55%	6,02%	1	6,04%	5,59%
Łącznie	1139	.	.	462	.	.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych publikowanych w systemie ESPI, z zestawień składu organów spółek, zamieszczanych na portalach bankier.pl i wp.pl, a także z informacji publikowanych przez GPW [www.gpw.pl] oraz z raportów Notoria Serwis SA pozyskanych za pomocą bazy EMIS.

Porównanie rozkładów średnich udziałów w kapitale akcjonariuszy notyfikowanych ogółem i średnich udziałów w kapitale notyfikowanych inwestorów indywidualnych wskazuje na niższy niż przeciętny stopień koncentracji własności występujący w spółkach kontrolowanych przez osoby fizyczne. Notyfikowani inwestorzy indywidualni wykorzystują również, w większym stopniu niż pozostałe grupy akcjonariuszy, mechanizmy lewarowania kontroli [więcej por. Adamska 2012]. Jest to widoczne, gdy porówna się różnice między średnimi udziałami wszystkich grup akcjonariuszy notyfikowanych w głosach i w kapitale z różnicami między tymi samymi średnimi w odniesieniu jedynie do akcjonariuszy będących osobami fizycznymi.

Pozycja notyfikowanych inwestorów indywidualnych na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy spółek, w które angażują swoje środki, jest zazwyczaj dość silna, co wynika z posiadania przez nich relatywnie dużego udziału w kapitale własnym przy rozpraszaniu akcji znajdujących się w rękach pozostałych akcjonariuszy oraz ze stosowania przez tą grupę właścicieli mechanizmów wzmacniania kontroli. Pozycja ta zapewnia mocne podstawy do aktywnego włączania się w funkcjonowanie spółek poprzez wpływanie na wyniki głosowania na walnych zgromadzeniach, bądź bezpośrednie uczestniczenie w nadzorowaniu zarządu lub wręcz w zarządzaniu spółkami poprzez wchodzenie w skład rad nadzorczych i zarządów.

4. INWESTORZY INDYWIDUALNI W RADACH NADZORCZYCH I ZARZĄDACH SPÓŁEK

Akcjonariusz aktywny wobec spółki może jako inwestor będący osobą fizyczną zasiadać w jej radzie nadzorczej albo zarządzie. W tab. 4 przedstawiono informacje dotyczące częstości obejmowania funkcji w radzie nadzorczej przez akcjonariuszy notyfikowanych, w powiązaniu z zajmowaną przez nich pozycją pod względem udziału w kapitale własnym spółki. Biorąc pod uwagę szerszy zakres kompetencji przewodniczącego rady nadzorczej, niż pozostałych jej członków, dodatkowo wyodrębniono sytuacje, gdy akcjonariusze notyfikowani zajmowali to stanowisko. Ponadto, tam gdzie było to możliwe, podobnie postąpiono w odniesieniu do stanowisk wiceprzewodniczącego i sekretarza.

Z danych zawartych w tab. 4 wynika, że ponad 17% akcjonariuszy, którzy mieli największy pakiet akcji w spółce, pełniło funkcję przewodniczącego rady nadzorczej. To samo stanowisko piastowało niemal 12% akcjonariuszy posiadających drugi pakiet akcji. Łącznie około jednej trzeciej akcjonariuszy notyfikowanych o znaczącym udziale w spółkach (od pierwszego do szóstego miejsca) zasiadało w radach nadzorczych. Zainteresowanie akcjonariuszy notyfikowanych uczestnictwem w tym organie spółki znajduje swoje uzasadnienie w jego zaangażowaniu w bieżące sprawy podmiotu oraz lepszym dostępem do informacji, jaki mają członkowie rady w porównaniu do akcjonariuszy realizujących swoje uprawnienia korporacyjne wyłącznie poprzez udział w walnych zgromadzeniach. Odsetek akcjonariuszy notyfikowanych zasiadających w radach nadzorczych można odnieść do skali ich uczestnictwa w zarządach. Jak wynika z danych zawartych w tab. 5 akcjonariusze notyfikowani byli na tym polu szczególnie aktywni. Dane dotyczące zajmowania poszczególnych stanowisk w zarządach, takich jak prezes, wiceprezes i członek zarządu zostały, podobnie jak w przypadku rady nadzorczej, przedstawione odrębnie.

Tabela 4

Notyfikowani inwestorzy indywidualni jako członkowie rad nadzorczych spółek

Pozycja akcjonariusza w spółce	Funkcja w radzie nadzorczej				Razem w radzie nadzorczej	Łączna liczba akcjonariuszy na danej pozycji
	przewodniczący	wice-przewodniczący	sekretarz	członek		
1	30	9	1	9	49	175
	17,1%	5,1%	0,6%	5,1%	28,0%	100,0%
2	16	11	0	8	35	134
	11,9%	8,2%	0,0%	6,0%	26,1%	100,0%
3	6	3	3	12	24	76
	7,9%	3,9%	3,9%	15,8%	31,6%	100,0%
4	1	1	0	6	8	36
	2,8%	2,8%	0,0%	16,7%	22,2%	100,0%
5	2	0	1	6	9	26
	7,7%	0,0%	3,8%	23,1%	34,6%	100,0%
6	2	0	0	1	3	10
	20,0%	0,0%	0,0%	10,0%	30,0%	100,0%
7	0	0	0	0	0	3
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
8	1	0	0	0	1	1
	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
9	0	0	0	0	0	1
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Razem	58	24	5	42	129	462
	12,6%	5,2%	1,1%	9,1%	27,9%	100,0%

Źródło: jak do tab. 3.

Z danych przedstawiony w tab. 5 wynika, że spośród inwestorów indywidualnych mających największy pakiet akcji w danej spółce aż 55% uczestniczyło w bezpośrednim zarządzaniu, przy czym zdecydowana większość z nich (48,6%) pełniło funkcję prezesa zarządu. W przypadku akcjonariuszy mających nieco mniejsze udziały w kapitale, uczestnictwo w zarządzie było rzadsze. Mniejsza była także częstość zajmowania przez nich stanowiska prezesa. Niezależnie od kolejności akcjonariuszy pod względem wielkości udziałów w kapitale, ponad 1/4 z nich pełniła funkcję prezesa, a ponad 10% wiceprezesa. Łącznie niemal 40% akcjonariuszy notyfikowanych będących osobami fizycznymi zasiadało w zarządach, angażując się w bieżące prowadzenie spraw spółek i reprezentowanie tych spółek na zewnątrz.

Tabela 5

Notyfikowani inwestorzy indywidualni jako członkowie zarządu spółek

Pozycja akcjonariusza w spółce	Funkcja w zarządzie			Razem w zarządzie	Łączna liczba akcjonariuszy na danej pozycji
	prezes	wiceprezes	członek		
1	85	9	2	96	175
	48,6%	5,1%	1,1%	54,9%	100,0%
2	25	19	4	48	134
	18,7%	14,2%	3,0%	35,8%	100,0%
3	4	13	2	19	76
	5,3%	17,1%	2,6%	25,0%	100,0%
4	7	4	1	12	36
	19,4%	11,1%	2,8%	33,3%	100,0%
5	0	3	3	6	26
	0,0%	11,5%	11,5%	23,1%	100,0%
6	0	0	1	1	10
	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	100,0%
7	0	0	0	0	3
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
8	0	0	0	0	1
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
9	0	0	0	0	1
	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Razem	121	48	13	182	462
	26,2%	10,4%	2,8%	39,4%	100,0%

Źródło: jak do tab. 3.

Interesujące wydaje się również zbadanie, czy skłonności do bezpośredniego kontrolowania spółki (poprzez sprawowanie funkcji w radzie nadzorczej) lub zarządzania (dzięki pełnieniu funkcji w zarządzie) związana była z możliwościami akcjonariusza w zakresie kształtowania składu osobowego tych organów wynikającymi z siły jego głosu na walnym zgromadzeniu. Dane pozwalające na zweryfikowanie tej zależności zostały przedstawione w tab. 6.

Z danych zawartych w tab. 6 wynika, że w im większym stopniu akcjonariusz kontrolował spółkę poprzez walne zgromadzenie, tym bardziej był również zaangażowany w bezpośrednie zarządzanie nią lub chociaż w nadzorowanie zarządu. W radzie nadzorczej lub w zarządzie znaleźli się wszyscy akcjonariusze mający ponad 70% udziałów w głosach na walnym zgromadzeniu oraz zdecydowana większość (ponad 4/5) tych, których udziały w głosach mieściły się w przedziale 20–69% głosów. Nawet w grupie akcjonariuszy o mniejszych udziałach w głosach większość z osób – ponad 2/3 posiadających udziały w przedziale od 10 do 19% i połowa z udziałami od 5 do 9% głosów – zasiadała w zarządzie lub radzie nadzorczej.

Tabela 6

Udział w głosach inwestorów indywidualnych a pełnione przez nich funkcje w organach spółki

Udział akcjonariusza w głosach	Zarząd				Rada nadzorcza				
	prezes	wiceprezes	członek	procent akcjonariuszy z danym udziałem	przewodniczący	wiceprzewodniczący	sekretarz	członek	procent akcjonariuszy z danym udziałem
90–100%	0	0	0	0,0%	1	0	0	0	100,0%
80–89%	4	0	0	80,0%	1	0	0	0	20,0%
70–79%	10	0	0	83,3%	0	1	0	1	16,7%
60–69%	7	0	0	46,7%	3	2	0	1	40,0%
50–59%	9	0	0	50,0%	6	0	0	0	33,3%
40–49%	11	2	0	50,0%	5	1	0	0	23,1%
30–39%	17	4	1	56,4%	7	2	0	1	25,6%
20–29%	20	5	1	44,8%	11	7	0	4	37,9%
10–19%	30	23	1	40,3%	11	6	0	18	26,1%
5–9%	13	14	10	24,0%	13	5	5	17	26,0%

Źródło: jak do tab. 3.

Akcjonariusze notyfikowani będący osobami fizycznymi wchodząc w skład zarządów i rad nadzorczych spółek, najczęściej pełnili funkcje zapewniające im silną pozycję i dające rzeczywisty wpływ na funkcjonowanie tych organów – obejmowali stanowisko prezesa zarządu albo przewodniczącego rady nadzorczej. Świadczy to o wykorzystywaniu przez nich możliwości, jakie dawała im siła ich głosu na walnym zgromadzeniu oraz dążeniu do przyjmowania całkowitej faktycznej kontroli nad spółkami, w które angażowali swój kapitał. Zgromadzone dane wskazują również, że pod względem aktywności inwestorów indywidualnych w zakresie sprawowania nadzoru nad spółkami polski rynek kapitałowy odbiega od niektórych rynków bardziej dojrzałych nie poddając się występującemu na nich trendowi rosnącej bierności akcjonariuszy.

5. PODSUMOWANIE

Inwestorzy indywidualni stanowią w Polsce istotną grupę uczestników rynku. Ich zachowania powielają wzorce występujące na bardziej dojrzałych rynkach jedynie w odniesieniu do mniejszej aktywności w handlu akcjami znajdującymi się w wolnym obrocie – udział tej grupy inwestorów w transakcjach tymi

walorami zawieranych na rynku podstawowym GPW w ciągu ostatnich kilku lat dość wyraźnie zmalą.

Inwestorzy indywidualni będący akcjonariuszami notyfikowanymi nie powielają natomiast wzorców w zakresie osłabienia swojego zaangażowania w kontrolę nad spółkami. Przejawiają dużą aktywność uczestnicząc w organach spółek, a nawet starają się pełnić w nich funkcje zapewniające istotny wpływ na kształt podejmowanych decyzji, np. przewodniczącego rady nadzorczej lub prezesa zarządu. Nadmierna koncentracja kontroli w rękach pojedynczych akcjonariuszy rodzi jednak problemy związane z horyzontalnym konfliktem agencji [Shleifer i Vishny 1986: 471]. Poza tym obejmowanie funkcji w radach nadzorczych i zarządach może być traktowane jako element szeroko ujmowanych prywatnych korzyści kontroli (benefity materialne, prestiż) [Ehrhardt i Nowak 2003]. Z drugiej strony przy zachowaniu należytych standardów przejrzystości działań zagrożenie łączące się z horyzontalnym konfliktem agencji mogą być dla spółek mniejsze niż niebezpieczeństwa wynikające z wertykalnego konfliktu agencji, występującego w spółkach mniemających zajmującego silną pozycję właściciela. Dlatego nie podążanie przez polski rynek za trendami w zakresie osłabienia kontroli akcjonariuszy nad spółkami należy uznać za sytuację korzystną. Spółki potrzebują bowiem prawdziwych właścicieli – jak dowodzą wyniki licznych badań, większa władza akcjonariuszy przekłada się na lepsze wyniki spółek [Dent Jr 2010].

BIBLIOGRAFIA

- Adamska A., 2012, *Mechanizmy lewarowania kontroli właścicielskiej w spółkach publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 690 pt. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 51, Szczecin.
- Adamska A., 2013, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M., 2012, *Ład korporacyjny w kontekście zmian na rynku kapitałowym*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Bebchuk L. A., 2006, *Letting shareholders set the rules*, „Harvard Law Review”, vol. 119, no. 6.
- Dallas L., 2011, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, „Journal of Corporation Law”, vol. 37.
- Dent Jr G. W., 2010, *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, „Delaware Journal of Corporate Law”, vol. 35, no.1.
- Ehrhardt O., Nowak E., 2003, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.423506> [data dostępu: 29.03.2012].
- <http://gielda.wp.pl/spolki.html>.
- <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/>.
- <http://www.gpw.pl/analizy> [data dostępu: 24.06.2013].
- http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki [data dostępu: 24.06.2013].

- Jeżak J., 2012, *Polski model ładu korporacyjnego na tle doświadczeń światowych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Monks R. A. G., 2011, *Governance at a crossroads: A personal perspective*, „International Journal of Disclosure and Governance”, vol. 8, no. 1.
- Morck R. K., Steier L., 2005, *The global history of corporate governance – an introduction*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 11062, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w11062>.
- Raporty bieżące i okresowe spółek (system ESPI).
- Raporty *Notoria Serwis SA* (w bazie EMIS).
- Rodrigues U., 2011, *Corporate Governance in an Age of Separation Ownership from Ownership*, „Minnesota Law Review”, vol. 95.
- Shleifer A., Vishny R. W., 1986, *Large Shareholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy”, vol. 94, no. 3.
- Udział inwestorów w obrotach giełdowych – dane zagregowane 1996–2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.pl/analizy> [data dostępu: 24.06.2013]

Agata Adamska

INWESTORZY INDYWIDUALNI JAKO AKCJONARIUSZE SPÓŁEK PUBLICZNYCH W POLSCE

Znaczenie inwestorów indywidualnych można rozpatrywać zarówno z punktu widzenia ich wpływu na rynek akcji, jak i oddziaływania na same spółki. W badaniu pierwszego z tych obszarów oparto się na analizie wielkości obrotów generowanych przez tych uczestników rynku, w przypadku drugiego zaś wykorzystano analizę udziału w organach spółki akcjonariuszy notyfikowanych będących osobami fizycznymi. Wyniki badań potwierdziły, że w odniesieniu do mniejszej aktywności w handlu akcjami znajdującymi się w wolnym obrocie, zachowania inwestorów indywidualnych powielają wzorce występujące na bardziej dojrzałych rynkach, natomiast nie powielają ich w zakresie bierności akcjonariuszy w ujęciu *corporate governance*.

INDIVIDUAL INVESTORS AS SHAREHOLDERS OF PUBLIC COMPANIES IN POLAND

The importance of individual investors can be examined taking into consideration their influence on equity market and their impact on stock issuers. The investigation of the first of the above was based on the analysis of turnover generated by these stock market participants. In case of the second problem, the analysis of participation of notified shareholders being individual persons in company authorities was performed. The results of the study prove that relative to lower activity in free float equity transactions, the behavior of individual investors duplicate patterns from more mature markets, however it does not copy this behavior in when it comes to the shareholders passiveness in terms of corporate governance.