

Alina Szewc-Rogalska

Uniwersytet Rzeszowski
e-mail: aszewc@ur.edu.pl

**ZNACZENIE I ZRÓŻNICOWANIE
INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH
NA RYNKU FINANSOWYM W POLSCE**

**SIGNIFICANCE AND DIFFERENTIATION
OF INSTITUTIONAL INVESTORS
IN THE FINANCIAL MARKET IN POLAND**

DOI: 10.15611/nof.2017.3.09

JEL Classification: G23, G22, G1, G3

Streszczenie: Celem pracy jest określenie znaczenia i zróżnicowania inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym w Polsce w latach 2007–2015. Jako obiekt badań przyjęto: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe i banki komercyjne. Zastosowano pomiar dynamiki wartości aktywów oraz analizę struktury portfela inwestycyjnego. Fundusze inwestycyjne wyróżniały się największą dynamiką wzrostu aktywów i dużą dywersyfikacją portfela inwestycyjnego. W strukturze portfela funduszy emerytalnych istotnie zmniejszył się udział obligacji i bonów skarbowych. W latach 2014 i 2015 w strukturze tego portfela dominowały akcje spółek. Działalność inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych i banków jest wyraźnie mniejsza niż funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Udział instrumentów finansowych w strukturze aktywów zakładów ubezpieczeń wynosił 57–72%, a w przypadku banków – jedynie 17–20%.

Słowa kluczowe: inwestor instytucjonalny, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe, rynek finansowy.

Summary: This study aims at determining the significance and differentiation of institutional investors in the financial market in Poland in 2007–2015. The study focused on the following: investment funds, pension funds, insurance institutions and commercial banks. The dynamics of the asset value and the analysis of the investment portfolio structure were applied. Investment funds featured the highest dynamics of the growth of assets and a high diversification of the investment portfolio. The share of bonds and T-bills considerably decreased in the structure of pension funds portfolios. In 2014–2015, the shares of companies dominated in the structure of this portfolio. The investment activity of insurance institutions and banks has been distinctly lower compared to investment funds and pension funds. The share of financial instruments in the structure of assets of insurance companies was 57–72%, whereas in case of banks, it accounted for only 17–20%.

Keywords: institutional investor, pension funds, investment funds, insurance institutions, financial market.

1. Wstęp

Jednym z przejawów finansyzacji gospodarki jest wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynkach finansowych [Demiński 2011; Ratajczak 2012; Szewc-Rogalska 2015]. Tendencje te są obserwowane nie tylko w skali europejskiej i światowej, ale również na polskim rynku finansowym. Inwestorzy instytucjonalni lokują w instrumenty rynku finansowego ogromne środki, które pozyskali od tzw. drobnych inwestorów, lub które zostały im powierzone w formie składek emerytalnych, składek ubezpieczeniowych czy też w formie depozytów. Działalność inwestycyjną na rynku finansowym prowadzą przede wszystkim takie podmioty finansowe, jak: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, a także banki komercyjne (ale tylko w części swojej działalności) [Dębski 2007, s. 550; Kravchuk, Karaś 2016].

Coraz większy udział inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, w obrotach akcjami na rynku kapitałowym i wzrost ich udziałów w strukturach własnościowych spółek giełdowych prowadzą do nasilenia się procesów instytucjonalizacji własności korporacyjnej [Jeżak 2010, s. 84]. Rosnąca rola inwestorów instytucjonalnych przyczynia się także do zmian nadzoru korporacyjnego, w tym m.in. pewnej konwergencji pomiędzy dwoma najważniejszymi modelami nadzoru korporacyjnego, tj. systemem anglo-amerykańskim i systemem Europy kontynentalnej [Jerzemska 2001, s. 91–99]. W zamkniętym modelu nadzoru korporacyjnego – który jest charakterystyczny dla Europy kontynentalnej – wzrasta znaczenie nadzoru sprawowanego przez rynek kapitałowy, zwłaszcza ze strony coraz ważniejszej grupy inwestorów, jaką stanowią inwestorzy instytucjonalni, w szczególności fundusze inwestycyjne i emerytalne.

Zarówno w teorii nauk ekonomicznych, jak i w praktyce gospodarczej prowadzona jest ożywiona dyskusja dotycząca przedstawionej problematyki. Prezentowane są różne ujęcia roli inwestorów instytucjonalnych. Pierwsze ujęcie dotyczy znaczenia inwestorów instytucjonalnych rozpatrywanego w kontekście finansyzacji gospodarki [Gonnard, King, Ynesta 2008; Karaś, Kravchuk 2015; Kravchuk, Karaś 2016]. Drugie ujęcie obejmuje badania dotyczące znaczenia inwestorów instytucjonalnych jako profesjonalnych inwestorów na rynku finansowym, w tym m.in. na rynku obligacji skarbowych oraz na rynku akcji [Bojańczyk 2007; Borowski 2011; Kompa, Wiśniewski 2012; Janowicz-Lomott 2011; Pyka 2012; Cichy 2015]. Trzecie ujęcie obejmuje badania dotyczące roli inwestorów instytucjonalnych w strukturach własnościowych spółek giełdowych oraz w nadzorze korporacyjnym [Szewc-Rogalska 2012; Adamska, Urbanek 2014; Ferreira, Matos 2008; Chen, Harford, Li 2007; Campbell 2011; Almazan, Hartzell, Starks 2005; Çelik, Isaksson 2013]. Problematyka podjęta w niniejszej pracy stanowi zatem próbę włączenia się do tych rozważań naukowych i nawiązuje do wielowątkowej dyskusji mieszczącej się zarówno w ramach teorii finansyzacji gospodarki (*financialization*) oraz teorii rynku finansowego (*financial market*), jak i w ramach teorii nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*).

Celem niniejszej pracy jest określenie znaczenia i zróżnicowania inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym w Polsce w latach 2007–2015.

Jako obiekt badań przyjęto inwestorów instytucjonalnych w szerokim ujęciu, tj. następujące podmioty finansowe: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe oraz banki komercyjne. Wymienione podmioty finansowe, zwłaszcza banki komercyjne, dysponują ogromnymi aktywami. Jednakże należy podkreślić, że posiadanie aktywów przez te podmioty jeszcze nie przesądza o prowadzeniu przez nie działalności inwestycyjnej na rynku finansowym. Poszczególni inwestorzy instytucjonalni są zróżnicowani pod względem zakresu działalności, którą można zaliczyć do działalności inwestycyjnej na rynku finansowym. Tego typu działalność jest charakterystyczna przede wszystkim dla funduszy inwestycyjnych, pozyskujących środki indywidualnych inwestorów w celu wspólnego ich inwestowania. Głównym zadaniem funduszy emerytalnych jest świadczenie usług w zakresie finansowania emerytur, ale wykazują one duże podobieństwo do otwartych funduszy inwestycyjnych, ze względu na inwestowanie zgromadzonych środków w instrumenty rynku finansowego. Ważnym obszarem działalności zakładów ubezpieczeń jest – oprócz tzw. działalności techniczno-ubezpieczeniowej – działalność inwestycyjna na rynku finansowym. Natomiast banki komercyjne prowadzą przede wszystkim działalność depozytowo-kredytową i tylko w części swojej działalności mogą być traktowani jako inwestorzy instytucjonalni, podejmujący działalność inwestycyjną na rynku finansowym.

Przedmiotem badań są aktywa poszczególnych typów inwestorów instytucjonalnych. W celu określenia zakresu działalności inwestycyjnej badanych podmiotów na rynku finansowym szczególną uwagę zwrócono na udział różnego rodzaju instrumentów finansowych w strukturze aktywów.

Ocena znaczenia i zróżnicowania inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym jest trudnym zadaniem badawczym, wynikającym z jednej strony – ze złożoności tej problematyki i specyfiki poszczególnych podmiotów finansowych, a z drugiej – z ograniczonego i zróżnicowanego zakresu dostępnych danych. Podjęto próbę określenia potencjalnego znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym na podstawie kształtowania się wartości i dynamiki ich aktywów. Natomiast oceniając rzeczywiste znaczenie tych podmiotów na rynku finansowym, zwrócono uwagę nie tylko na wartość ich aktywów, ale głównie na to, jaką część aktywów stanowią instrumenty rynku finansowego. Zróżnicowanie badanych inwestorów instytucjonalnych określono na podstawie kształtowania się struktury ich portfela inwestycyjnego. Zastosowane metody badawcze obejmują badanie dynamiki i struktury oraz analizę porównawczą kształtowania się aktywów i portfela inwestycyjnego wyodrębnionych typów inwestorów instytucjonalnych.

2. Sposoby definiowania i specyfika inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym

W literaturze nie ma jednoznacznej definicji inwestorów instytucjonalnych. Można wyróżnić trzy ujęcia inwestorów instytucjonalnych. Wąskie ujęcie przyjmowane jest w definicji stosowanej przez OECD. Do inwestorów instytucjonalnych zalicza się wówczas niebankowe instytucje finansowe, tzn. fundusze emerytalne i inwestycyjne oraz towarzystwa ubezpieczeniowe [Zamojska-Adameczak 2006]. Takie wąskie ujęcie inwestorów instytucjonalnych przyjmuje również A. Sławiński [2006], określając tym mianem instytucje dokonujące długoterminowych inwestycji na rynku kapitałowym. A. Adamska i P. Urbanek [2014] proponują, aby w ramach tego najwęższego podejścia utożsamiać inwestorów instytucjonalnych z inwestorami finansowymi i zaliczać do tej kategorii wyłącznie podmioty, które inwestują na rynku kapitałowym środki zebrane od osób fizycznych i przedsiębiorstw niefinansowych.

W szerszym ujęciu, które podaje m.in. W. Dębski [2007, s. 550], 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. Podstawowymi cechami tych instytucji są duże doświadczenie i profesjonalizm w lokowaniu powierzonych im środków. Do grupy tych inwestorów zalicza się nie tylko fundusze emerytalne i inwestycyjne oraz instytucje ubezpieczeniowe, ale także banki komercyjne i inwestycyjne.

Należy zwrócić uwagę na definicję, którą podają I. Kravchuk i P. Karaś [2016, s. 83]. Mianem inwestorów instytucjonalnych określają instytucje finansowe, które są wyspecjalizowane w pozyskiwaniu środków od tzw. drobnych inwestorów i lokowaniu ich na rynkach finansowych. Do najważniejszych kategorii podmiotów spełniających to kryterium zaliczają: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe i banki (w części swojej działalności). I. Kravchuk i P. Karaś [2016] podkreślają zatem, że banki tylko w części swojej działalności mogą być traktowane jako inwestorzy instytucjonalni na rynku finansowym.

W najszerszym ujęciu do inwestorów instytucjonalnych zalicza się wszystkie podmioty dokonujące operacji na rynku kapitałowym, które nie są inwestorami indywidualnymi. W przypadku takiego podejścia do inwestorów instytucjonalnych należy zaliczyć zarówno instytucje finansowe, jak i przedsiębiorstwa [Dziawgo 2011, s. 41]. Takie ujęcie tych inwestorów ma odzwierciedlenie w statystykach prezentowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Do inwestorów instytucjonalnych bowiem zalicza się następujące kategorie podmiotów: otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, towarzystwa ubezpieczeniowe, banki, przedsiębiorstwa niefinansowe, firmy typu *asset management*, animatorów, domy maklerskie na własny rachunek oraz pozostałych krajowych inwestorów instytucjonalnych [GPW 2016].

W przytoczonych definicjach działalność inwestycyjna inwestorów instytucjonalnych jest odnoszona do rynku kapitałowego lub szerzej – do rynku finansowego.

Do dalszego zastosowania w niniejszej pracy przyjęto szerokie pojmowanie inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym. W takim szerokim ujęciu zaliczono do inwestorów instytucjonalnych takie podmioty finansowe, jak: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe oraz banki komercyjne.

Wspólną cechą inwestorów instytucjonalnych jest ich duża wiedza o funkcjonowaniu rynku finansowego, ogromne doświadczenie w przeprowadzaniu wielu różnych transakcji finansowych oraz umiejętność prawidłowego oszacowania podejmowanego ryzyka. Z drugiej strony należy zwrócić uwagę na specyficzne cechy poszczególnych typów inwestorów instytucjonalnych.

Fundusze inwestycyjne są dynamicznie rozwijającą się grupą inwestorów instytucjonalnych. Koncepcja funduszy inwestycyjnych opiera się na założeniu połączenia środków indywidualnych inwestorów w celu wspólnego ich inwestowania. Wspólne inwestowanie oznacza, iż środki finansowe drobnych inwestorów są gromadzone, a następnie inwestowane w różne instrumenty finansowe, a wynikające z tego korzyści lub straty dzielone są między inwestorów adekwatnie do ich udziałów [Dębski 2007, s. 568].

Fundusze inwestycyjne są zarządzane przez wyspecjalizowane firmy menedżerskie, które – ze względu na profesjonalny personel oraz duże doświadczenie na rynku finansowym – powinny właściwie gospodarować wspólnymi środkami. Menedżerowie funduszy w celu dywersyfikacji portfela inwestują zazwyczaj w różne instrumenty finansowe. Dywersyfikacja ryzyka przez fundusze inwestycyjne jest szczególnie istotna przede wszystkim dla tych inwestorów, którzy nie dysponują wystarczającymi środkami, aby kupować akcje różnych spółek [Bojańczyk 2007, s. 90].

Fundusze inwestycyjne dokonują wyceny swoich aktywów codziennie, podając ich wartość do publicznej wiadomości. W związku z tym zarządzający funduszami znajdują się pod ciągłą presją szybkiej poprawy wyników. Powoduje to tendencję do skracania horyzontu czasowego podejmowanych decyzji inwestycyjnych [Mączyńska 2013]. Najpoważniejszy zarzut formułowany wobec inwestorów instytucjonalnych to krótkowzroczna orientacja działania, przejawiająca się nerwowymi reakcjami na giełdach w przypadku spadku cen akcji. Szczególnie silne reakcje są obserwowane w przypadku funduszy inwestycyjnych [Dennis, Strickland 2002].

Fundusze emerytalne są podobne do otwartych funduszy inwestycyjnych z punktu widzenia inwestowania środków. Podstawowa różnica dotyczy sposobu pozyskiwania środków i ich przeznaczenia. Ograniczenia w dowolnym dysponowaniu tymi środkami przez uczestników funduszy powodują, że mogą być one przeznaczone na inwestycje długoterminowe. Występuje tu mniejsza presja na wysokie krótkoterminowe stopy zwrotu. Przeznaczenie tych środków na przyszłe emerytury powoduje konieczność zachowania większego bezpieczeństwa tych środków i dlatego fundusze emerytalne podlegają bardzo ścisłym regulacjom. Ich możliwości inwestycyjne są zazwyczaj ograniczone przez ustawodawców. Zatem do podstawowych cech funduszy emerytalnych należą: niechęć do ryzyka, długi horyzont inwestycyjny,

restrykcyjne regulacje oraz duży zakres obowiązków publikacyjnych [Bojańczyk 2007, s. 132].

Zadaniem instytucji ubezpieczeniowych jest udzielanie ochrony ubezpieczeniowej swoim klientom w ramach prowadzonej przez te zakłady działalności podstawowej, zwanej również techniczno-ubezpieczeniową. Jednakże działalność ta nie sprowadza się wyłącznie do bezpośredniej redystrybucji środków, lecz jest także związana z koniecznością tworzenia kapitałów i rezerw, będących gwarancją wypłacalności tych zakładów. Wolne środki są lokowane na rynkach finansowych. Zakłady ubezpieczeń prowadzą zatem oprócz działalności techniczno-ubezpieczeniowej również działalność lokacyjną. Przedmiotem działalności lokacyjnej są środki stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, ale także kapitały własne zakładów ubezpieczeń. Lokaty stanowią główną pozycję aktywów zakładów ubezpieczeń, ale też w dużym stopniu determinują poziom przychodów, a w konsekwencji – wynik finansowy i wartość tych zakładów [Janowicz-Lomott 2011].

W ramach swojej działalności inwestycyjnej zakłady ubezpieczeń kształtują strukturę portfela lokat. Inwestują w różne instrumenty finansowe, ale w strukturze portfela lokat zakładów ubezpieczeń w Polsce największy udział mają dłużne papiery wartościowe. Wśród dłużnych papierów wartościowych dominują papiery wartościowe Skarbu Państwa, zwłaszcza obligacje skarbowe. Te instrumenty finansowe zaliczone są do bezpiecznych, charakteryzujących się najniższym poziomem ryzyka. W strukturze lokat zakładów ubezpieczeń występują również – ale w mniejszym zakresie – instrumenty obciążone wyższym ryzykiem, np. akcje, udziały oraz certyfikaty funduszy inwestycyjnych [Janowicz-Lomott 2011].

Banki komercyjne pełnią na rynku finansowym funkcję nie tylko oferenta instrumentów finansowych, ale także inwestora. Istotnym uzupełnieniem ich działalności depozytowo-kredytowej są podejmowane przez nie inwestycje na rynku finansowym. Inwestycje te są realizowane w ramach procesu zarządzania portfelem inwestycyjnym, a osiągnięte efekty wywierają znaczny wpływ na poziom generowanego wyniku finansowego [Zaleska (red.) 2013, s. 244].

Banki należą do profesjonalnych inwestorów na rynku finansowym, posiadających wiedzę i doświadczenie w przeprowadzaniu różnych transakcji finansowych oraz szacowaniu podejmowanego ryzyka. W swoich decyzjach inwestycyjnych kierują się stopą zwrotu, ryzykiem oraz płynnością nabywanych instrumentów finansowych. Pomimo potencjalnej umiejętności prawidłowego oszacowania podejmowanego ryzyka inwestycyjnego banki są zainteresowane przede wszystkim nabywaniem obligacji skarbowych, czyli papierów wartościowych o niskim ryzyku inwestycyjnym [Cichy 2015]. Inwestycje banków w dłużne papiery wartościowe przyczyniają się do korzystnej dywersyfikacji ich aktywów oraz optymalizacji ryzyka inwestycyjnego. Dłużne papiery wartościowe stają się niejako substytucyjne i komplementarne wobec tradycyjnych instrumentów kredytowych [Pyka 2012, s. 199]. Jednocześnie należy zwrócić uwagę na dylemat pojawiający się w środowisku finansowym. Prowadzona jest bowiem dyskusja zmierzająca do odpowiedzi na pytanie: czy zaangażowa-

nie banków komercyjnych w skarbowe instrumenty dłużne nie powoduje ograniczania akcji kredytowej skierowanej do sektora niefinansowego [Czechowska 2013]?

Zainteresowanie banków inwestycjami w skarbowe instrumenty dłużne wynika m.in. z dużej podaży obligacji skarbowych i korzystnej relacji między ryzykiem a dochodem z tej formy inwestycji. Istotne znaczenie ma również duża płynność rynku wtórnego zapewniającego łatwość wejścia i wyjścia z inwestycji. Z drugiej strony należy wymienić słaby rozwój rynku pozaskarbowych dłużnych papierów wartościowych [Cichy 2015].

3. Tendencje zmian wartości aktywów inwestorów instytucjonalnych w Polsce

Aktywa funduszy inwestycyjnych na koniec 2015 r. wynosiły 323 mld zł, czyli kształtowały się na poziomie 2,4 razy wyższym niż na początku badanego okresu (tab. 1). Aktywa funduszy emerytalnych według stanu na koniec 2015 r. wynosiły prawie 141 mld zł i kształtowały się na identycznym poziomie jak w 2007 r. Jednakże w poszczególnych latach badanego okresu wartość tych aktywów podlegała bardzo wyraźnym zmianom. Wartość aktywów instytucji ubezpieczeniowych na koniec 2015 r. wynosiła 180 mld zł, a zatem kształtowała się na poziomie 1,4 razy wyższym w porównaniu do roku bazowego. W 2015 r. wartość aktywów tych banków wynosiła 1458 mld zł, a zatem była 2-krotnie wyższa w porównaniu do 2007 r. Łączna wartość aktywów inwestorów instytucjonalnych na koniec 2015 r. wynosiła 2102 mld zł, czyli wzrosła 1,9 razy w porównaniu do roku bazowego.

Tabela 1. Aktywa inwestorów instytucjonalnych w Polsce (w mld zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fundusze inwestycyjne	134	74	93	120	114	160	212	261	323
Fundusze emerytalne	140	138	179	222	225	270	299	149	141
Instytucje ubezpieczeniowe	127	138	139	145	146	163	167	178	180
Banki komercyjne	707	923	940	1034	1188	1236	1277	1394	1458
Razem inwestorzy instytucjonalni	1108	1273	1352	1521	1673	1828	1956	1982	2102

Uwagi: gromadząc materiał empiryczny, starano się korzystać z danych zaktualizowanych i skorygowanych opublikowanych w najnowszych raportach, np. dane za lata 2008–2012 opracowano na podstawie: [KNF 2013b, s. 40].

Źródło: opracowanie własne na podstawie [KNF 2008a, s. 38, 2013b, s. 40, 2014, s. 23, 2015b, s. 21, 2016b, s. 21].

Analizowano również zróżnicowanie tempa zmian wartości poszczególnych typów inwestorów instytucjonalnych w kolejnych latach badanego okresu (tab. 2). W badanym okresie (2007–2015) przeciętne tempo wzrostu wartości aktywów fun-

duży inwestycyjnych wynosiło 11,6% i wykazywało bardzo duże zróżnicowanie w poszczególnych latach. W 2008 r. nastąpił bardzo duży spadek wartości aktywów funduszy inwestycyjnych, tj. o 45% w porównaniu do roku poprzedniego. Obniżenie wartości aktywów tych funduszy było spowodowane nie tylko spadkiem wartości akcji znajdujących się w ich portfelach, ale także decyzjami inwestycyjnymi podejmowanymi przez klientów TFI w warunkach niekorzystnej koniunktury na GPW w Warszawie. W latach 2009–2015 tempo przyrostu wartości aktywów funduszy inwestycyjnych wahało się od 23 do prawie 40%. Jedynie w 2011 r. wartość aktywów tych funduszy obniżyła się o prawie 5% w porównaniu do roku poprzedniego.

W 2008 r. nastąpiło nieznaczne obniżenie wartości aktywów funduszy emerytalnych w porównaniu do roku poprzedniego (tj. o 1,3%). Spadek ten został spowodowany przez straty poniesione przez fundusze emerytalne na rynku kapitałowym. W latach 2009 i 2010 aktywa funduszy emerytalnych wzrastały w dużym tempie, wynosząc odpowiednio 29,5 oraz 23,7%. Dynamika wzrostu wartości aktywów PTE w tym okresie była wyższa od przyrostu wartości składek przekazywanych przez ZUS. Przyrost aktywów PTE wynikał w dużym stopniu z dodatniej stopy zwrotu osiągananej przez OFE z tytułu inwestycji tych środków w instrumenty finansowe. W kolejnym okresie, tj. w latach 2011–2013, nastąpiło osłabienie tempa wzrostu aktywów funduszy emerytalnych, szczególnie zauważalne w 2011 r. Natomiast w 2014 r. nastąpił znaczny spadek wartości aktywów funduszy emerytalnych, tj. o ponad 50% w porównaniu do roku poprzedniego. W kolejnym roku spadek ten był znacznie mniejszy.

Tabela 2. Tempo zmian aktywów inwestorów instytucjonalnych w Polsce (w %)

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnio
Fundusze inwestycyjne	-44,8	26,4	28,6	-4,7	39,7	32,8	23,0	23,8	11,6
Fundusze emerytalne	-1,3	29,5	23,7	1,4	20,0	11,0	-50,2	-5,8	0,0
Instytucje ubezpieczeniowe	8,7	0,8	4,4	0,7	11,3	2,8	6,5	1,1	4,5
Banki komercyjne	30,6	1,8	10,0	14,9	4,1	3,3	9,2	4,6	9,5
Razem inwestorzy instytucjonalni	14,9	6,2	12,5	10,0	9,3	7,0	1,4	6,0	8,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych tab. 1.

Istotny wpływ na dużą zmienność wartości aktywów funduszy emerytalnych w latach 2011–2015 wywarły zmiany wprowadzone w systemie emerytalnym w Polsce. Wysokość składki przekazywanej do OFE wynosiła pierwotnie 7,3%, następnie w 2011 r. została zmniejszona do 2,3% z perspektywą stopniowego wzrostu do 3,5% od 2017 r. [Ustawa z 25 marca 2011 r.]. Nowelizacja ustawy z grudnia 2013 r. [Ustawa z 6 grudnia 2013 r.] wprowadziła zasadnicze zmiany, wywierające istotny wpływ na obniżenie się wartości aktywów funduszy emerytalnych. Ustalono wyso-

kość składki, jaka może być przekazywana do OFE na poziomie 2,92%. Bardziej fundamentalną zmianą było jednak pozostawienie ubezpieczonym wyboru, czy chcą, by ta część składki była przekazywana do OFE, czy zapisywana na subkoncie w ZUS. Jeżeli ubezpieczony nie złożył w wymaganym terminie odpowiedniej deklaracji, to jego składki są ewidencjonowane w całości na kontach w ZUS. Dodatkowo ustawodawca wprowadził zakaz reklamy zawierającej informacje o OFE w latach, w których mogą być składane te oświadczenia [KNF 2016d]. Zasadniczą przyczyną drastycznego obniżenia wartości aktywów funduszy emerytalnych w 2014 r. było umorzenie 51,5% aktywów OFE, a następnie przekazanie tych środków do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych.

Przeciętne tempo wzrostu wartości aktywów instytucji ubezpieczeniowych wynosiło 4,5%. W poszczególnych latach było ono mało zróżnicowane, ponieważ aktywa wykazywały wzrost na poziomie wahającym się od 1 do 11%. Przeciętne tempo wzrostu wartości aktywów banków komercyjnych wynosiło 9,5%, przy czym wykazywało ono pewne zróżnicowanie w niektórych latach. W 2008 r. aktywa banków komercyjnych wzrosły aż o 31%, co było związane z decyzjami inwestycyjnymi podejmowanymi przez dotychczasowych klientów TFI, którzy – w warunkach niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym – przenosili swoje oszczędności do banków komercyjnych. W kolejnych latach badanego okresu wzrost aktywów banków komercyjnych wahał się od 2 do 15%. Przeciętne tempo zmian wartości aktywów szeroko ujmowanych inwestorów instytucjonalnych wynosiło 8,3%, a w poszczególnych latach wahało się od 1,4 do 14,9%.

4. Udział instrumentów finansowych w strukturze aktywów badanych inwestorów instytucjonalnych

Jak wynika z danych zawartych w tab. 3, w 2007 r. udział instrumentów dłużnych (łącznie ze środkami pieniężnymi) w strukturze aktywów funduszy inwestycyjnych był stosunkowo najniższy i wynosił 44,1%. Natomiast w 2008 r., wraz z istotnym pogorszeniem koniunktury na rynku akcji, zaczęło rosnąć znaczenie instrumentów udziałowych. Ich udział w strukturze aktywów funduszy inwestycyjnych wynosił wówczas 58%. Od 2009 r. tendencje te uległy odwróceniu, w wyniku czego udział obu kategorii instrumentów finansowych (tj. dłużnych i udziałowych) kształtował się na zbliżonym poziomie. Natomiast od 2011 r. obserwowano wyraźny wzrost zainteresowania funduszy inwestycyjnych instrumentami udziałowymi. Ich udział w strukturze aktywów wahał się od 61% (w 2011 r.) do 67% (w 2014 r.). Było to związane z hossą na rynku polskich obligacji skarbowych oraz popularnością obligacji korporacyjnych.

W latach 2007–2010 w strukturze portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych dominowały obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa. Udział tych instrumentów w portfelach inwestycyjnych funduszy emerytalnych przekraczał 60% (tab. 4). W okresie słabszej koniunktury, tj. w 2008 r.,

Tabela 3. Udział instrumentów dłużnych i udziałowych w aktywach funduszy inwestycyjnych (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Instrumenty dłużne (łącznie ze środkami pieniężnymi)	44,1	58,0	52,0	53,0	61,0	63,4	62,2	67,3	–
Instrumenty udziałowe	55,9	42,0	48,0	47,0	39,0	36,6	37,8	32,7	–
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie [IZFiA 2009, s. 30, 2010, s. 31, 2011, s. 25, 2012, s. 25, 2013, s. 23, 2014, s. 18, 2015, s. 21].

udział ten wynosił 75%. Z kolei udział akcji spółek giełdowych zazwyczaj przekraczał 30% aktywów portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych. Konsekwencją gwałtownych spadków cen akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie było obniżenie w 2008 r. udziału akcji w portfelu inwestycyjnym funduszy emerytalnych do wyjątkowo niskiego poziomu (21,8%).

Tabela 4. Struktura portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bony, obligacje i inne papiery wartościowe Skarbu Państwa	61,7	75,1	66,6	63,1	52,9	44,9	42,3	0,7	0,3
Akcje spółek giełdowych i pozostałe krajowe instrumenty udziałowe	34,9	21,8	30,8	36,2	41,0	46,2	44,4	87,5	83,9
Lokaty poza granicami kraju	0,0	0,0	0,0	0,7	0,5	0,8	1,4	3,8	8,1
Depozyty bankowe	0,0	0,0	0,0	0,0	5,6	8,1	5,9	7,0	6,6
Inne	3,4	3,1	2,6	0,0	0,0	0,0	6,0	1,0	1,1
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie [KNF 2008a, s. 10, 2009, s. 9, 2010, s. 10, 2011b, s. 11, 2012c, s. 11, 2013c, s. 11, 2014c, s. 9, 2016c, s. 9].

Od 2011 r. zaobserwowano wyraźne zmiany w strukturze portfela inwestycyjnego OFE. Udział papierów wartościowych Skarbu Państwa w latach 2012 i 2013 zmniejszył się z 53 do 45%. Natomiast w latach 2014 i 2015 udział ten był znikomy i nie przekraczał 1%. Udział akcji spółek giełdowych i pozostałych krajowych instrumentów udziałowych w strukturze portfela inwestycyjnego OFE w latach 2011–2013 znacząco przekraczał 40%. Natomiast w latach 2014 i 2015 wynosił on odpowiednio: prawie 88 i 84%. Jednocześnie w latach 2011–2015 zauważalne były kilkuprocentowe udziały depozytów bankowych w strukturze portfela inwestycyjnego OFE. Ponadto niewielka część środków zaczęła być lokowana poza granicami kraju. W 2015 r. lokaty te stanowiły 8% w strukturze portfela inwestycyjnego OFE.

Kierunki zmian struktury portfela inwestycyjnego OFE w badanym okresie były konsekwencją zmian uwarunkowań prawno-ekonomicznych. W 2011 r. zostały również zmienione limity inwestycyjne, a mianowicie limit inwestycyjny na akcje miał sukcesywnie rosnąć z początkowych 40 do 90% w 2034 r. Wprowadzone nowelizacją z 2013 r. ograniczenia inwestycyjne spowodowały poważną zmianę charakteru funduszy emerytalnych. Podstawową zmianą było wprowadzenie zakazu inwestowania w instrumenty emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa. Dodatkowo wprowadzono obowiązek utrzymywania w portfelu inwestycyjnym przynajmniej 75% akcji do 31 grudnia 2014 r. W kolejnych latach limit ten jest liberalizowany i wynosi kolejno: 55, 35 oraz 15% do końca 2017 r. Dodatkowo ustawa dostosowuje limity inwestycyjne do wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE, ustalając docelowo od 2016 r. limit na inwestycje denominowane w walutach innych niż krajowa na 30% (przejdzie limit ten wynosił 10% w 2014 r. oraz 20% w 2015 r.) [KNF 2016d, s. 14].

O skali działalności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń świadczy przede wszystkim udział lokat (pozycja B aktywów) w strukturze aktywów. Stanowią one dominującą pozycję w strukturze aktywów. W 2015 r. ich udział wynosił 57,4% sumy bilansowej. Kolejne miejsca zajmują aktywa netto ubezpieczeń na życie, w przypadku których ryzyko inwestycyjne lokaty ponosi ubezpieczający. W 2015 r. ich udział w strukturze aktywów wynosił 30,8% [KNF 2016a, s. 23].

Z danych zawartych w tab. 5 wynika, że na początku badanego okresu, tj. w 2007 r., udział lokat w strukturze aktywów zakładów ubezpieczeń wynosił 64%. Wyjątkowo wysoki udział odnotowano w 2008 r. (ponad 72%), przy czym w kolejnych latach udział ten systematycznie obniżał się do poziomu 57,4% w 2015 r.

Zakłady ubezpieczeń inwestują swoje środki przede wszystkim w bezpieczne instrumenty finansowe, do których należą dłużne papiery wartościowe, głównie emitowane przez Skarb Państwa. W latach 2007–2011 udział dłużnych papierów wartościowych w strukturze lokat wykazywał znaczną zmienność, tj. od 61 do 68%. Natomiast w latach 2012–2015 udział ten był znacznie niższy, ale kształtował się na stosunkowo stabilnym poziomie, tj. 54–56%. W latach 2007–2011 kolejną ważną pozycję w strukturze lokat stanowiły depozyty bankowe (z wyjątkiem 2007 r.), a ich udział wahał się od 14 do 22%. Natomiast w latach 2012–2015 nastąpiły istotne zmiany w strukturze lokat. Zakłady ubezpieczeń inwestowały nie tylko w dłużne papiery wartościowe, ale także – w istotnym zakresie – w akcje, udziały oraz jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych. Instrumenty te stanowiły drugą – po dłużnych papierach wartościowych – pozycję w strukturze lokat. Ich udział systematycznie wzrastał się od 16% (w 2012 r.) do 23% (w 2015 r.).

W strukturze aktywów banków dominują kredyty. W 2015 r. ich udział wynosił 67,4% sumy bilansowej. Kolejną pod względem udziału pozycję stanowiły instrumenty dłużne i kapitałowe. Ich udział wynosił 19,1%. Natomiast kasa, środki w bankach centralnych, należności od banków stanowiły 8,7% aktywów. Łączny udział aktywów płynnych wynosił zatem 27,8% [KNF 2016b, s. 45].

Tabela 5. Udział lokat w strukturze aktywów zakładów ubezpieczeń (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Udział lokat (pozycja B bilansu) w aktywach zakładów ubezpieczeń	64,0	72,2	67,6	63,6	63,5	62,2	59,1	58,4	57,4
w tym:									
• dłużne papiery wartościowe	43,4	44,3	43,4	39,8	39,9	35,1	32,1	31,2	31,3
• akcje, udziały oraz jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych	5,0	3,8	4,3	4,7	5,9	10,1	13,1	12,9	13,2
• depozyty bankowe	5,3	15,8	10,3	9,6	8,8	–	–	–	–
• lokaty w jednostkach podporządkowanych	7,5	6,5	7,7	7,0	6,7	–	–	–	–

Uwagi: gromadząc materiał empiryczny, starano się korzystać z danych zaktualizowanych i skorygowanych opublikowanych w najnowszych raportach, np. dane za lata 2007–2011 opracowano na podstawie: [KNF 2012a, s. 20]. Zmiana sposobu prezentacji danych w raportach od 2012 r. umożliwiła jedynie jednoznaczne wskazanie dwóch najważniejszych pozycji w strukturze lokat, natomiast uniemożliwiła wyznaczenie udziału depozytów bankowych i lokat w jednostkach podporządkowanych w latach 2012–2015.

Źródło: obliczenia własne na podstawie [KNF 2012a, s. 20, 2013a, s. 22, 2014a, s. 24, 2015a, s. 26, 2016a, s. 23, 24].

W badanym okresie, tj. w latach 2007–2015, łączny udział instrumentów dłużnych i kapitałowych w strukturze aktywów banków wahał się od 17 do prawie 20%. Należy podkreślić, że instrumenty dłużne stanowią 99% w strukturze instrumentów finansowych, w które inwestują banki. Z danych zawartych w tab. 6 wynika, że banki inwestują przede wszystkim w obligacje i bony skarbowe. W latach 2007–2009 ich udział w strukturze instrumentów finansowych wynosił 75–85%. Natomiast w latach 2010–2015 ich udział był niższy i wahał się od 51 do 65%. W tym okresie banki były również zainteresowane inwestowaniem swoich środków w instrumenty dłużne emitowane przez NBP. Stosunkowo największy ich udział w strukturze instrumentów finansowych odnotowano w latach 2011–2013. Wynosił wówczas 38–42% wartości tych instrumentów.

Należy zauważyć, że udział aktywów płynnych, a zwłaszcza udział instrumentów dłużnych i kapitałowych, w strukturze aktywów banków jest uzależniony od wielu czynników. Przykładowo, w 2010 r. doświadczenia kryzysu finansowego oraz utrzymująca się niepewność dotycząca przyszłej koniunktury spowodowały pewne zaostrożenie polityki kredytowej. W konsekwencji nastąpiło ograniczenie podaży kredytu ze strony banków, a jednocześnie nastąpił wzrost popytu banków na najbardziej płynne aktywa. Odnotowano wyraźny wzrost zainteresowania banków inwestowaniem w bony pieniężne NBP. Są one uważane za dobrą lokatę nadwyżek środków, ponieważ mają krótki termin zapadalności. Tendencja rosnącego zainteresowania banków zakupem bonów pieniężnych NBP utrzymywała się do 2013 r., po czym nastąpiły wyraźne zmiany przejawiające się w ograniczaniu udziału tych instrumentów finansowych.

Tabela 6. Udział instrumentów finansowych w strukturze aktywów banków (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Udział instrumentów dłużnych i kapitałowych w strukturze aktywów	17,0	16,9	18,9	19,9	18,8	17,6	19,8	19,6	19,1
z tego:									
• instrumenty dłużne NBP	2,0	1,8	3,9	6,4	7,2	7,3	8,1	5,3	4,5
• obligacje i bony skarbowe	13,1	14,3	14,1	12,4	10,1	8,9	10,1	12,4	12,4
• instrumenty dłużne innych emitentów	1,7	0,7	0,7	0,9	1,3	1,2	1,3	1,7	1,7
• instrumenty kapitałowe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4

Uwagi: gromadząc materiał empiryczny, starano się korzystać z danych zaktualizowanych i skorygowanych opublikowanych w najnowszych raportach, np. dane za lata 2008–2011 opracowano na podstawie: [KNF 2012b, s. 42].

Źródło: obliczenia własne na podstawie [KNF 2008a, s. 27, 83, 2012b, s. 42, 2013b, s. 58, 2014b, s. 50, 2015b, s. 47, 2016b, s. 56].

Od 2010 r. obserwowano zmiany w strukturze portfela papierów dłużnych emitowanych przez Skarb Państwa. Polegały one na zwiększaniu się udziału obligacji skarbowych i redukcji udziału bonów skarbowych w strukturze instrumentów nabywanych przez banki. Było to w znacznym stopniu związane z realizacją strategii Ministerstwa Finansów w zakresie zarządzania długiem publicznym, polegającej na ograniczaniu emisji krótkoterminowych bonów skarbowych na rzecz średnio- i długookresowych obligacji [KNF 2011a, s. 27, 2016b, s. 56].

5. Podsumowanie i wnioski

Z podjętej próby określenia znaczenia i zróżnicowania inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym w Polsce w latach 2007–2015 wynikają następujące ustalenia i wnioski.

Inwestorzy instytucjonalni, do których zalicza się fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe i banki komercyjne, dysponują ogromnymi środkami. Zostały one pozyskane od drobnych inwestorów w celu wspólnego inwestowania lub zostały im przekazane w formie składek emerytalnych, składek ubezpieczeniowych, a także w formie depozytów.

Wymienione instytucje finansowe dysponują bardzo dużym potencjałem, mierzonym za pomocą wartości aktywów. Na koniec 2015 r. aktywa funduszy inwestycyjnych wynosiły 323 mld zł, funduszy emerytalnych – 141 mld zł, instytucji ubezpieczeniowych – 180 mld zł, natomiast banków komercyjnych – aż 1458 mld zł.

Największą dynamiką rozwoju wyróżniają się fundusze inwestycyjne. W badanym okresie, tj. w latach 2007–2015 przeciętne tempo wzrostu wartości aktywów funduszy inwestycyjnych wynosiło 11,6%. Natomiast wartość aktywów funduszy emerytalnych na koniec 2015 r. kształtowała się na analogicznym poziomie jak

w 2007 r. W przypadku funduszy emerytalnych można wyróżnić dwa okresy: w latach 2007–2013 przeciętne tempo wzrostu ich aktywów wynosiło 13,5%, a w latach 2014–2015 ich wartość obniżała się średnio o 31,5%. Obniżenie wartości aktywów funduszy emerytalnych w ostatnim okresie stanowi konsekwencję fundamentalnych zmian w systemie emerytalnych.

Przeciętne tempo wzrostu wartości aktywów instytucji ubezpieczeniowych wynosiło 4,5% i w poszczególnych latach badanego okresu było stosunkowo mało zróżnicowane w porównaniu do innych grup inwestorów instytucjonalnych. Średnie tempo wzrostu wartości aktywów banków komercyjnych wynosiło 9,5%. Stosunkowo najwyższe tempo wzrostu odnotowano w latach 2008 i 2011. Było to w dużym stopniu związane z decyzjami inwestycyjnymi podejmowanymi przez klientów funduszy inwestycyjnych, którzy – z powodu niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym – przenieśli swoje oszczędności do banków.

Fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne są profesjonalnymi inwestorami instytucjonalnymi, którzy zgromadzone środki inwestują w różne instrumenty finansowe i w bardzo dużym zakresie prowadzą działalność inwestycyjną na rynku finansowym. W badanym okresie fundusze inwestycyjne wyróżniały się dużą dywersyfikacją portfela inwestycyjnego. W zależności od koniunktury na rynku obligacji oraz na rynku akcji zmieniały się udziały instrumentów dłużnych i instrumentów udziałowych w strukturze aktywów funduszy inwestycyjnych. Udział instrumentów dłużnych wahał się od 44% (w 2007 r.) do 67% (w 2014 r.).

W badanym okresie nastąpiły istotne zmiany w strukturze portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych, będące konsekwencją fundamentalnych przekształceń systemu emerytalnego. W latach 2007–2010 w strukturze portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych dominowały bony i obligacje skarbowe (62–75%), natomiast w latach 2014 i 2015 dominowały akcje spółek giełdowych (84–88%).

Działalność inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych i banków na rynku finansowym jest wyraźnie mniejsza niż funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Udział instrumentów finansowych w strukturze aktywów zakładów ubezpieczeń wynosił 57–72%, a w przypadku banków – jedynie 17–20%. Podmioty te inwestowały głównie w instrumenty dłużne, zwłaszcza emitowane przez Skarb Państwa.

Literatura

- 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.
- Bojańczyk M., 2007, *Rola funduszy inwestycyjnych w warunkach globalizacji*, SGH, Warszawa.
- Borowski G., 2011, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, 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.

- Çelik S., Isaksson M., 2013, *Institutional investors as owners: Who are they and what do they do?*, OECD Corporate Governance Working Papers, no. 11, s. 1–37, www.oecd.org/daf/corporateaffairs/wp (20.12.2016).
- Chen X., Harford J., Li K., 2007, *Monitoring: Which institutions matter?*, *Journal of Financial Economics*, vol. 86, s. 279–305.
- Cichy J., 2015, *Bank jako klient profesjonalny na rynku obligacji skarbowych – analiza aktywności wybranych banków komercyjnych w Polsce*, *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, nr 246, s. 7–21.
- Czechowska I., 2013, *Dylematy aktywności banków na rynku skarbowych instrumentów dłużnych*, *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica*, nr 279, s. 171–186.
- Dembiński P.H., 2011, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa.
- Dennis P., Strickland D., 2002, *Who blinks in volatile markets, individuals or institutions?*, *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 5, p. 1923–1949.
- Dębski W., 2007, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziawgo D., 2011, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ferreira M.A., Matos P., 2008, *The colors of investors' money. The role of institutional investors around the world*, *Journal of Financial Economics*, vol. 88, no. 3, s. 499–533.
- Gonnard E., King E.J., Ynesta I., 2008, *Recent trends in institutional investors statistics*, *Financial Market Trends*, s. 5–7, <http://www.oecd.org/dataoecd/53/49/42143444.pdf> (15.04.2012).
- GPW, 2016, *Zagregowane wyniki badania dot. udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, <http://www.gpw.pl> (3.11.2016).
- IZFiA, 2009, *Raport roczny za 2008 rok Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (15.12.2016).
- IZFiA, 2010, *Raport roczny za 2009 rok Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (15.12.2016).
- IZFiA, 2011, *Raport roczny za 2010 rok Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (15.12.2016).
- IZFiA, 2012, *Raport roczny za 2011 rok Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (15.12.2016).
- IZFiA, 2013, *Raport roczny za 2012 rok Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (15.12.2016).
- IZFiA, 2014, *Raport roczny za 2013 rok Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (15.12.2016).
- IZFiA, 2015, *Raport roczny za 2014 rok Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl> (15.12.2016).
- Janowicz-Lomott M., 2011, *Działalność lokacyjna i jej wpływ na wartość zakładu ubezpieczeń*, *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, nr 4/5, s. 115–126.
- Jerzemska M., 2001, *Nadzór korporacyjny i tendencje jego zmian w wybranych krajach*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura kapitału*, CeDeWu, Warszawa.
- Jeżak J., 2010, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa.
- Karaś P., Kravchuk I., 2015, *Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w finansjalizacji strefy euro*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia*, vol. XLIX, nr 4, s. 185–193.
- KNF, 2008a, *Raport o sytuacji banków w 2007 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2008b, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych 2007*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).

- KNF, 2009, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych 2008*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2010, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych 2009*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2011a, *Raport o sytuacji banków w 2010 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2011b, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych 2010*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2012a, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2011 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2012b, *Raport o sytuacji banków w 2011 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2012c, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych w IV kwartale 2011 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2013a, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2012 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2013b, *Raport o sytuacji banków w 2012 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2013c, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych w IV kwartale 2012 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2014a, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2013 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2014b, *Raport o sytuacji banków w 2013 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2014c, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych w IV kwartale 2013 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2015a, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2014 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2015b, *Raport o sytuacji banków w 2014 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2016a, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2015 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2016b, *Raport o sytuacji banków w 2015 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2016c, *Rynek otwartych funduszy emerytalnych w IV kwartale 2015 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- KNF, 2016d, *Sektor funduszy emerytalnych w Polsce – ewolucja, kształt, perspektywy*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl> (10.12.2016).
- Kompa K., Wiśniewski T., 2012, *Dywersyfikacja portfeli otwartych funduszy emerytalnych – kaprys czy konieczność?*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 862, s. 245–255.
- Kravchuk I., Karaś P., 2016, *Integracja inwestorów instytucjonalnych w strefie euro*, Kwartalnik Naukowy Uczelni Vistula, nr 1(47), s. 83–93.
- Mączyńska E., 2013, *Łamane obietnice jako syndrom nieładu instytucjonalnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 766, s. 727–742.
- Pyka I., 2012, *Rynkowe instrumenty finansowe w alokacji kapitału bankowego*, Difin, Warszawa.
- Ratajczak M., 2012, *Finansyzacja gospodarki*, Ekonomista, nr 3, s. 281–302.
- Sławiński A., 2006, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawnski112006.pdf> (22.02.2009).

- Szewc-Rogalska A., 2012, *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- Szewc-Rogalska A., 2015, *Zmiany w postrzeganiu i szacowaniu wartości ekonomicznych w warunkach finansyzacji gospodarki*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace, nr 3 (23), t. 5, s. 109–124.
- Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz.U. 2011 nr 75, poz. 398.
- Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, Dz.U. 2013 poz. 1717.
- Zaleska M. (red.), 2013, *Bankowość*, C.H. Beck, Warszawa.
- Zamojska-Adamczak A., 2006, *Strategia Lizbońska a perspektywy rozwoju rynku inwestorów instytucjonalnych*, [w:] Pawłowicz L. (red.), *Strategia Lizbońska a zarządzanie wartością*, CeDeWu, Warszawa, s. 269–280.