

Dominika Bosek-Rak

Z A A N G A Ź O W A N I E
inwestorów instytucjonalnych
w nadzór w spółkach giełdowych



SGH

OFICyna WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE

Z A A N G A Ź O W A N I E
**inwestorów instytucjonalnych
w nadzór w spółkach giełdowych**

Dominika Bosek-Rak

Z A A N G A Ź O W A N I E
**inwestorów instytucjonalnych
w nadzór w spółkach giełdowych**



SGH

OFICyna WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
WARSZAWA 2019

Recenzja

Leszek Bohdanowicz

Igor Postuła

Redakcja językowa

Aleksandra Musiał

© Copyright by Dominika Bosek-Rak & Szkoła Główna Handlowa w Warszawie,
Warszawa 2019

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości
lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-8030-322-5

Oficyna Wydawnicza SGH – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162

www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki

Aleksandra Kulik

Skład i łamanie

DM Quadro

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

Zamówienie 173/XI/19

Podziękowania

Monografia dotycząca zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór w spółkach giełdowych w Polsce powstała na podstawie rozprawy doktorskiej obronionej w maju 2018 roku w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Chciałabym podziękować Pani Promotor dr hab. Marii Aluchnie, prof. SGH, za inspirację, motywowanie i wsparcie podczas przygotowywania pracy, Recenzentom – dr. hab. Leszkowi Bohdanowiczowi, prof. UŁ, oraz dr. hab. Igorowi Postule, prof. UW, za wartościowe wskazówki, oraz Panu Dziekanowi dr. hab. Ryszardowi Bartkowiakowi, prof. SGH, za umożliwienie wydania monografii, a także pracownikom Biura Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedry Teorii Zarządzania oraz Oficyny Wydawniczej SGH. Ponadto cenną pomoc merytoryczną otrzymałam od pracowników naukowych Kolegium Analiz Ekonomicznych, w szczególności od dr. hab. Emilii Tomczyk, prof. SGH, oraz od uczestników badania jakościowego – przedstawicieli funduszy inwestycyjnych i emerytalnych w Polsce, Niemczech i Wielkiej Brytanii.

Za wsparcie i umożliwienie realizacji zainteresowań naukowych serdecznie dziękuję również Najbliższym – szczególnie Mamie, Tacie, Babci, Dziadziowi, Mężowi oraz Synkowi.

Spis treści

WSTĘP	13
1. INWESTORZY INSTYTUCJONALNI W ŁADZIE KORPORACYJNYM	21
1.1. Wprowadzenie	21
1.2. Ład korporacyjny – definicje	22
1.2.1. Definicje i pojęcie ładu korporacyjnego	22
1.2.2. Prawa własności jako fundament ładu korporacyjnego	25
1.3. Charakterystyka inwestorów instytucjonalnych	26
1.3.1. Wprowadzenie	26
1.3.2. Fundusze inwestycyjne	31
1.3.3. Fundusze emerytalne	34
1.3.4. Instytucje ubezpieczeniowe	36
1.3.5. Banki	37
1.3.6. Inwestorzy instytucjonalni w strukturze własności i ładzie korporacyjnym	39
1.4. Mechanizmy i modele teoretyczne ładu korporacyjnego	40
1.4.1. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w mechanizmy ładu korporacyjnego	40
1.4.2. Teoretyczne modele ładu korporacyjnego a działalność inwestorów instytucjonalnych	42
1.5. Teorie ładu korporacyjnego	44
1.5.1. Konflikt i teoria agencji	48
1.5.1.1. Teoria agencji w badaniach naukowych	48
1.5.1.2. Konflikt agencji	50
1.5.1.3. Kontrakty	53
1.5.1.4. Koszty agencji	54
1.5.1.5. Rodzaje konfliktu agencji – szersze ujęcie	55
1.5.1.6. Inwestor instytucjonalny w teorii agencji	58
1.5.2. Teoria zarządcy	59
1.5.2.1. Podstawy teoretyczne	59
1.5.2.2. Inwestor instytucjonalny w teorii zarządcy	61
1.5.3. Teoria agencji a teoria zarządcy – podsumowanie	62
1.6. Systemy ładu korporacyjnego na świecie	64
1.6.1. Klasyfikacje systemów ładu korporacyjnego	64
1.6.2. Wybrane systemy ładu korporacyjnego na świecie	67

1.6.2.1. Model anglosaski	67
1.6.2.2. Model kontynentalny niemiecki	70
1.6.2.3. Model kontynentalny łaciński (Włochy)	74
1.6.3. Systemy ładu korporacyjnego a teorie agencji i zarządcy	75
1.6.4. Konwergencja systemów ładu korporacyjnego	77
2. INWESTORZY INSTYTUCJONALNI A WARTOŚĆ SPÓŁKI	79
2.1. Wprowadzenie	79
2.2. Wartość spółki giełdowej	80
2.2.1. Definicja wartości spółki giełdowej	80
2.2.1.1. Wartość fundamentalna	81
2.2.1.2. Wartość rynkowa	82
2.2.2. Ocena atrakcyjności spółki dla inwestorów – kluczowe wskaźniki	83
2.3. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych	87
2.3.1. Inwestorzy instytucjonalni i ich strategie inwestycyjne	87
2.3.2. Zaangażowanie w nadzór nad spółkami	91
2.3.2.1. Podstawy prawne	91
2.3.2.2. Postawa inwestorów instytucjonalnych wobec możliwości zaangażowania w nadzór nad spółkami	95
2.3.2.3. Formy zaangażowania	100
2.3.2.4. Zaangażowanie akcjonariuszy – aktywistów	102
2.3.3. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych a budowanie wartości spółek giełdowych	106
2.4. Obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a wartość spółek giełdowych – wyniki badań światowych	107
2.5. Podsumowanie	114
3. INWESTORZY INSTYTUCJONALNI W SYSTEMIE ŁADU KORPORACYJNEGO W POLSCE	115
3.1. Wprowadzenie	115
3.2. System ładu korporacyjnego w Polsce	115
3.2.1. Uwarunkowania historyczne	115
3.2.2. Podstawy prawne	116
3.2.2.1. Wprowadzenie	116
3.2.2.2. Prawa akcjonariuszy	118
3.2.2.3. Rola organów spółki – rada nadzorcza i zarząd	120
3.2.2.4. Dobre praktyki ładu korporacyjnego GPW	123
3.2.3. Struktura własności polskich spółek giełdowych	127
3.2.4. Ład korporacyjny w Polsce w świetle teorii i systemów ładu korporacyjnego – podsumowanie	129
3.3. Inwestorzy instytucjonalni w Polsce	131
3.3.1. Wprowadzenie	131

3.3.2. Fundusze inwestycyjne	133
3.3.2.1. Uwarunkowania prawne	133
3.3.2.2. Rynek funduszy inwestycyjnych	135
3.3.3. Fundusze emerytalne	137
3.3.3.1. Uwarunkowania prawne	137
3.3.3.2. Rynek OFE	138
3.3.4. Znaczenie inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym ..	139
3.3.4.1. Inwestorzy instytucjonalni na GPW	139
3.3.4.2. Reforma systemu emerytalnego a rozwój rynku kapitałowego	140
3.3.4.3. Fundusze inwestycyjne na rynku kapitałowym	143
3.3.4.4. Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych	144
3.3.5. Dotychczasowe badania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku i ich wpływu na wartość spółek giełdowych	146
3.4. Podsumowanie	148
4. DZIAŁALNOŚĆ INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH A WARTOŚĆ RYNKOWA SPÓŁEK GIEŁDOWYCH – BADANIE EMPIRYCZNE	149
4.1. Cel badania empirycznego	149
4.2. Metodyka badania empirycznego	149
4.2.1. Teoria badania empirycznego	149
4.2.2. Paradygmat badania	150
4.2.3. Zastosowane metody badawcze	153
4.2.3.1. Wprowadzenie	153
4.2.3.2. Charakterystyka <i>case study</i> jako metody badawczej	154
4.2.3.3. Zastosowanie <i>case study</i> w przeprowadzonym badaniu empirycznym	159
4.3. Obecność inwestorów instytucjonalnych a wartość rynkowa spółek giełdowych w Polsce – badanie ilościowe	161
4.3.1. Szczegółowy cel badania ilościowego i hipoteza badawcza	161
4.3.2. Próba badawcza i wybór zmiennych	162
4.3.3. Metoda badawcza i oszacowanie parametrów modelu – opis przeprowadzonego badania	168
4.3.4. Interpretacja wyników – pole dalszych badań i ograniczenia	174
4.3.5. Podsumowanie	177
4.4. Rola inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych w Polsce – badanie jakościowe	178
4.4.1. Wprowadzenie	178
4.4.2. Charakterystyka badania	178
4.4.2.1. Cel badania i pytania badawcze	178
4.4.2.2. Metoda i zagadnienia	179
4.4.2.3. Charakterystyka rozmówców	180
4.4.2.4. Pogłębiony wywiad z inwestorami instytucjonalnymi – pytania	181

4.4.3. Inwestorzy instytucjonalni (finansowi) w Polsce i ich decyzje inwestycyjne	182
4.4.3.1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnej	182
4.4.4. Charakterystyka form zaangażowania w nadzór nad spółkami	185
4.4.4.1. Konstruktywny dialog z zarządem oraz radą nadzorczą	187
4.4.4.2. Głosowanie na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy	190
4.4.4.3. Składanie wniosków na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy	194
4.4.4.4. Inne formy zaangażowania	196
4.4.4.5. Podsumowanie	197
4.4.5. Motywacja inwestorów instytucjonalnych (finansowych)	198
4.4.5.1. Motywacja do zaangażowania	198
4.4.5.2. Motywacja braku zaangażowania	199
4.4.6. Ład korporacyjny a zaangażowanie inwestorów	200
4.4.7. Model zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w Polsce	201
4.4.8. Podsumowanie	203
4.5. Najlepsze praktyki zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Europie Zachodniej – badanie jakościowe	205
4.5.1. Opis badania	205
4.5.1.1. Cel badania i pytania badawcze	205
4.5.1.2. Charakterystyka badania	206
4.5.1.3. Charakterystyka rozmówców	206
4.5.1.4. Pogłębiony wywiad z inwestorami instytucjonalnymi – pytania	208
4.5.2. Proces inwestycyjny i decyzje inwestycyjne	209
4.5.2.1. Proces inwestycyjny – charakterystyka ogólna	209
4.5.2.2. Decyzje inwestycyjne	211
Decyzje inwestycyjne w funduszach zarządzanych aktywnie	211
Decyzje inwestycyjne w funduszach zarządzanych pasywnie	213
4.5.2.3. Wycofanie z inwestycji	213
4.5.3. Strategie inwestorów instytucjonalnych	214
4.5.3.1. Strategia „kupować i sprzedawać akcje”	214
4.5.3.2. Strategia trzymania akcji w portfelu bez zaangażowania	215
4.5.3.3. Strategia trzymania akcji i zaangażowania	216
4.5.4. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór	217
4.5.4.1. Zaangażowanie ze względu na typ inwestora	217
4.5.4.2. Formy zaangażowania	217
Konstruktywny dialog z zarządem (lub radą nadzorczą)	218
Głosowanie	222
Wnioski (propozycje uchwał) akcjonariuszy	225
Lista spółek obserwowanych	227
4.5.5. Dyskusja wyników – pozostałe uwarunkowania działalności inwestorów instytucjonalnych	227
4.5.6. Podsumowanie	229

4.6. Porównanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Polsce i w Europie Zachodniej – kluczowe zagadnienia	231
4.7. Podsumowanie	234
ZAKOŃCZENIE	237
Spis tabel	247
Spis schematów	249
Spis rysunków	251
Bibliografia	253
Publikacje naukowe i branżowe	253
Bazy danych, strony internetowe i dokumenty	265
Artykuły prasowe	266

WSTĘP

Ewolucja działalności gospodarczej człowieka prowadzi do powstawania jej coraz bardziej skomplikowanych form organizacyjnych. Stały się one inspiracją do rozwoju nauki w zakresie teorii organizacji i zarządzania, której jednym z kluczowych zagadnień jest analiza stosunków pomiędzy wszystkimi interesariuszami w spółkach, w tym w zakresie podziału i sprawowania władzy. Już w XVIII wieku Adam Smith¹ zwracał uwagę na problem rozdziału funkcji właścicieli i menedżerów przedsiębiorstwa: „Nie można spodziewać się, że zarządzający w spółkach akcyjnych, którzy dysponują majątkiem czyimś, a nie swoim osobistym, będą to czynić z taką starannością, jaką poświęcaliby swojemu własnemu. W takich spółkach zawsze będzie panowało pewne zaniedbanie i nadmierne wydatki”².

Dynamiczny rozwój rynków kapitałowych w XX wieku, w szczególności w krajach anglosaskich, doprowadził do wyraźnego rozdzielenia własności i zarządzania spółkami. Możliwość sprawnego pozyskiwania kapitału na giełdzie prowadziła do zwiększania liczby akcjonariuszy w spółkach akcyjnych, czyli formalnych właścicieli kapitału. Postępujące rozdrobnienie akcjonariatu utrudniało sprawny nadzór nad działaniami menedżerów zarządzających spółką. Powstaający konflikt, opisany już wcześniej przez A. Smitha, stał się inspiracją dla tworzenia w obrębie panującej tradycji prowadzenia działalności gospodarczej ram prawnych, których celem stało się formalne uregulowanie stosunków pomiędzy obiema grupami interesu. W ten sposób zaczęły wykształcać się systemy ładu korporacyjnego w poszczególnych krajach. Przyjęta w pracy definicja ładu korporacyjnego charakteryzuje go jako system sprawowania nadzoru nad działalnością spółki przez jej właścicieli oraz zasad współpracy wszystkich interesariuszy, mający na celu osiągnięcie przez nią zrównoważonego wzrostu uwzględniającego społeczny oraz systemowy kontekst jej działalności³.

¹ A. Smith, *The Wealth of Nations*, Methuen & Co., London 1776/1904.

² Tłumaczenie własne.

³ Rozważania na temat przyjętej definicji znajdują się w podrozdziale 1.2.1.

Stopniowe regulowanie ram instytucjonalnych działalności spółek akcyjnych, w tym rozwój prawodawstwa z zakresu ładu korporacyjnego, zachęcało posiadaczy oszczędności do zainteresowania się rynkiem akcji i lokowania nadwyżki środków pieniężnych na rynkach kapitałowych. Rozwój standardów *corporate governance* zwiększał bowiem poziom przejrzystości działania spółek oraz zaufania, prowadząc do ograniczenia ryzyka inwestycji w emitowane przez spółki papiery wartościowe. Wśród posiadaczy kapitału pojawiło się zainteresowanie nie tylko inwestycjami giełdowymi podejmowanymi indywidualnie, ale również zbiorowo.

Inwestorzy instytucjonalni⁴, czyli podmioty zbiorowego inwestowania, zaczęli oferować swoje usługi już w XIX wieku, początkowo głównie w krajach anglosaskich. Rozkwit ich działalności przypadł najpierw na początki XX wieku, a następnie na lata 90. XX wieku, kiedy to stały się dominującymi ośrodkami akumulacji kapitału w globalizującym się świecie⁵. W najbardziej rozwiniętych krajach wartość ich aktywów przekracza 100% Produktu Krajowego Brutto⁶. Ich działalność polega na pozyskiwaniu oszczędności od pojedynczych podmiotów – osób fizycznych i prawnych – i inwestowaniu ich w prawnie dostępne i wskazane instrumenty finansowe, aby pomnożyć aktywa⁷. Na potrzeby tego opracowania do grupy inwestorów instytucjonalnych zostały zaliczone fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki oraz zakłady ubezpieczeń⁸.

Wśród nabywanych przez nie instrumentów są akcje spółek giełdowych, posiadaczom których przysługują prawa wynikające z własności, w tym prawa korporacyjne. Pozwalają one na aktywne zaangażowanie się inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, czyli możliwość udziału, głosowania, zaskarżania uchwał oraz żądania zwoływania walnych zgromadzeniach akcjonariuszy⁹. Początkowo istniało przekonanie, że pakiety mniejszościowe, którymi dysponują inwestorzy instytucjonalni, nie będą zachęcać ich do korzystania z tych praw. Inwestorów instytucjonalnych nazywano w literaturze właścicielami anonimowymi¹⁰, niezainteresowanymi sprawami spółki, a skupionymi jedynie na działalności

⁴ Definicja znajduje się w podrozdziale 1.3.1.

⁵ M. Bojańczyk, *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym – kryzys zarządzania spółkami*, Difin, Warszawa 2010.

⁶ Dane OECD za rok 2014.

⁷ U. Banaszczak-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 50–52.

⁸ Uzasadnienie tego ograniczenia znajduje się w podrozdziale 1.3.1.

⁹ M. Aluchna, *Mechanizmy Corporate Governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007, s. 208–209.

¹⁰ Patrz: E. Maug, *Boards of directors and capital structure: alternative forms of corporate restructuring*, „Journal of Corporate Finance” 1997, vol. 3, s. 113–139.

spekulacyjnej i osiągnięciu jak najwyższych stóp zwrotu z inwestycji. Wspomniany wcześniej rozwój systemów ładu korporacyjnego, szczególnie wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, a także liczne rekomendacje organizacji międzynarodowych (m.in. dokument *Principles of Corporate Governance Organisation for Economic Co-operation and Development*, dyrektywa 2007/36/WE Unii Europejskiej) skutecznie zwróciły uwagę inwestorów instytucjonalnych na korzyści płynące z aktywnego zaangażowania się w nadzór nad spółkami. Jako podmioty profesjonalnie, inwestujące na giełdach, prowadzą one monitoring działalności spółek oraz dialog z menedżerami, dotyczący strategicznych i operacyjnych aspektów zarządzania spółką. Taka działalność jest zgodna z rozwijaną od lat 90. XX wieku teorią zarządcy¹¹, która zakłada zgodną współpracę akcjonariuszy i menedżerów, mającą na celu budowanie długoterminowej wartości spółki. Jej realizacja jest możliwa dzięki wysokiemu poziomowi zaufania i kapitału społecznego oraz stabilności instytucjonalnej. W jej świetle inwestorzy instytucjonalni stanowią profesjonalnych doradców dla zarządzających. Ich obecność w akcjonariacie spółki jest sygnałem dla pozostałych uczestników rynku kapitałowego, że spółka ma potencjał, by przynosić inwestorom wysokie stopy zwrotu.

W Polsce inwestorzy instytucjonalni pojawili się w latach 90. XX wieku, czyli w okresie transformacji ustrojowej, kiedy zaczął kształtować się nowoczesny rynek kapitałowy. Wśród nich szczególne znaczenie miały otwarte fundusze emerytalne, powstałe w wyniku reformy emerytalnej w 1999 roku. Dużą dynamiką charakteryzował się też wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych. Inwestując w akcje polskich spółek, oba typy podmiotów miały duże znaczenie dla rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W sumie w latach 2013–2015 ich udział w kapitalizacji GPW wynosił około 25%¹². Ustanawiane liczne regulacje dla spółek, w tym rekomendacje dotyczące stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”, zachęcają te podmioty do aktywnego zaangażowania się w nadzór w spółkach, których akcje posiadają. Oczekuje się, że ich profesjonalizm w zaangażowaniu będzie prowadził do podnoszenia standardów zarządzania i wzrostu wartości spółek.

Wszyscy inwestorzy, podejmując decyzje inwestycyjne, analizują potencjał wzrostu wartości spółki, którą są zainteresowani. Wśród wielu mogących na niego wpływać, czynników jest struktura właścicielska, w tym inwestorzy instytucjonalni w akcjonariacie. Sprawdzenie, czy istnieje związek pomiędzy ich obecnością

¹¹ J. Davis, F. Schrooman, L. Donaldson, *Toward a Stewardship Theory of Management*, „Academy of Management Review” 1997, vol. 22, no. 1, s. 20–47.

¹² Obliczenia własne na podstawie: Narodowy Bank Polski, raporty cykliczne *Rozwój systemu finansowego w Polsce*.

a wyższymi wycenami spółek na polskim rynku kapitałowym wydaje się przydatne dla wszystkich uczestników rynku kapitałowego. Dodatkowo zasadne jest scharakteryzowanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, których mają akcje, i porównanie z najlepszymi praktykami z Europy Zachodniej.

Celem rozprawy jest określenie roli inwestorów instytucjonalnych w procesie nadzoru nad spółkami giełdowymi, których akcje posiadają, i ich znaczenia dla budowania wartości rynkowej tych spółek. Zasadnicza teza pracy zakłada zatem, że inwestorzy instytucjonalni angażują się w nadzór w spółkach giełdowych, co prowadzi do zwiększania wartości tych spółek.

Powyższa teza została sformułowana na podstawie następujących rozważań teoretycznych. Inwestorzy instytucjonalni, uważnie wybierając cele inwestycyjne, które potencjalnie przyniosą wysokie stopy zwrotu, i kupując akcje na rynku kapitałowym, nabywają prawa własności w spółce będącej ich emitentem. System ładu korporacyjnego i stosowanie dobrych praktyk pozwala na sprawowanie przez nich nadzoru nad takim podmiotem. Zazwyczaj, ze względu na aktywną dywersyfikację portfela inwestycyjnego, która pozwala im minimalizować ryzyko, inwestorzy instytucjonalni¹³ stanowią akcjonariat mniejszościowy. Realizację praw wynikających z posiadanych papierów wartościowych uważa się wtedy za zagrożoną konfliktem agencji, który często pojawia się w odniesieniu do akcjonariusza dominującego w spółce oraz do menedżerów. Teoretycznie wszyscy akcjonariusze powinni być zainteresowani realizacją tych praw, czyli np. korzystaniem z prawa głosu czy uczestniczeniem w procesie decyzyjnym w spółkach. Ponadto inwestorzy instytucjonalni są podmiotami o szczególnym znaczeniu dla spółek ze względu na doświadczenie i profesjonalizm działania na rynkach kapitałowych. Ich zaangażowanie, w tym rola doradcza dla menedżerów, powinno zatem prowadzić do podejmowania lepszych decyzji biznesowych i finansowych w spółkach, a tym samym wpływać pozytywnie na zwiększenie ich efektywności i wyników finansowych. W konsekwencji wartość przedsiębiorstwa w postrzeganiu wszystkich inwestorów powinna rosnąć, co prowadziłyby do wzrostu cen akcji. Niniejsze opracowanie ma na celu zweryfikowanie tychże zależności przede wszystkim na rynku polskim.

Tematyka znaczenia inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie, ich funkcji nadzorczych oraz ich oddziaływania na wartość spółek giełdowych jest przedmiotem badań naukowych od lat 80. XX wieku. Analizy przeprowadzano początkowo w krajach wysokorozwiniętych, a następnie, od początku XXI wieku w krajach rozwijających się (tzw. *emerging markets*). Dokonany przegląd literatury nie wskazuje

¹³ W rozumieniu przyjętym w tym opracowaniu.

jednoznacznie na sposób i siłę oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na spółki, których mają oni akcje. Podejmowane przez nich aktywności mogą być związane zarówno pozytywnie, jak i negatywnie z wartością przedsiębiorstwa. Badacze sugerują również niejednoznaczny kierunek tej zależności. Dla polskiego rynku podobnych analiz brakuje, dlatego wydaje się, że tematyka niniejszej rozprawy ma istotne znaczenie dla rozwoju nauk o zarządzaniu.

Dla zweryfikowania przyjętej tezy sformułowano następującą hipotezę badawczą: „Wyższy udział obecności inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółki giełdowej współwystępuje z jej wyższą wyceną rynkową”.

Ze względu na niejednoznaczne wyniki badań ilościowych w tym obszarze, uzasadnione było przeprowadzenie badania jakościowego, które pozwoliło na poznanie mechanizmów nadzoru w spółkach giełdowych, stosowanych przez inwestorów instytucjonalnych. Stąd dodatkowo zostały sformułowane następujące pytania badawcze

- dla rynku polskiego:
 1. Jakie czynniki są brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej przez inwestorów instytucjonalnych (finansowych)?
 2. Czy inwestorzy instytucjonalni w Polsce korzystają z możliwości uczestniczenia w nadzorze nad spółką, w której posiadają akcje?
 3. Jakie są główne formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór?
 4. Jakie czynniki wpływają na poziom zaangażowania – co motywuje, a co demotywuje inwestorów?
 5. Czy stosowanie zasad dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez spółki ma wpływ na działalność inwestorów instytucjonalnych?
- dla rynku zachodnioeuropejskiego:
 1. Czy inwestorzy instytucjonalni są aktywni jako akcjonariusze w spółkach w krajach Europy Zachodniej?
 2. Jak przejawia się zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje?
 3. Jakie są motywy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami?
 4. Jakie znaczenie w całym procesie inwestycyjnym ma ład korporacyjny?

Weryfikacja hipotezy badawczej w badaniu ilościowym na podstawie spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz odpowiedzi na postawione pytania badawcze w badaniu jakościowym, opartym na wywiadach z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych, pozwoliły na osiągnięcie celu pracy i ustosunkowanie się do postawionej w niej tezy.

Rozprawa składa się z czterech rozdziałów. Pierwszy zawiera teoretyczne podstawy rozważań o ładzie korporacyjnym i inwestorach instytucjonalnych. Przedstawiono w nim definicje pojęcia ładu korporacyjnego, w tym definicję przyjętą w pracy na potrzeby dalszych analiz, oraz rolę praw własności w kształtowaniu się jego fundamentów. Następnie scharakteryzowano inwestorów instytucjonalnych, ze szczególnym uwzględnieniem funduszy inwestycyjnych, emerytalnych, banków oraz zakładów ubezpieczeń, które są przedmiotem rozważań w dalszych częściach niniejszego opracowania. Opisano wewnętrzne i zewnętrzne mechanizmy ładu korporacyjnego, a także jego modele teoretyczne. W przedostatnim podrozdziale przedstawiono teorie leżące u podstaw rozważań nad zagadnieniem ładu korporacyjnego, ze szczególnym uwzględnieniem teorii agencji i teorii zarządcy. Ostatnia część zawiera opis wybranych systemów ładu korporacyjnego, które wykształciły się na świecie. Scharakteryzowany został model anglosaski, kontynentalny niemiecki oraz łaciński, wspomniano także o ich postępującej konwergencji.

Drugi rozdział jest poświęcony działalności inwestorów instytucjonalnych oraz zagadnieniu wartości spółek giełdowych. Najpierw zdefiniowano pojęcie wartości oraz zaprezentowano wskaźniki, które pozwalają ocenić atrakcyjność spółki dla inwestorów. Następnie scharakteryzowano działalność inwestorów instytucjonalnych, ich strategie inwestycyjne oraz sposoby zaangażowania w nadzór nad spółkami, których akcje posiadają. Przedstawiono także teoretyczne rozważania dotyczące ich wkładu w budowanie wartości tych spółek. W ostatniej części zostały zaprezentowane wyniki badań dotyczących związku pomiędzy obecnością tych podmiotów w akcjonariacie a wartością spółek giełdowych.

Trzeci rozdział traktuje o systemie ładu korporacyjnego oraz działalności inwestorów instytucjonalnych w Polsce. Opisano w nim uwarunkowania historyczne oraz podstawy prawne polskiego systemu ładu korporacyjnego, a także przedstawiono informacje na temat struktury własności polskich spółek giełdowych. Polskie rozwiązania odniesiono do opisanych wcześniej teorii i systemów. Druga część rozdziału zawiera charakterystykę funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, wyjaśnia również znaczenie ich działalności dla polskiego rynku kapitałowego. Ostatni podrozdział to przegląd dotychczasowych badań naukowych wiążących zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych z ładem korporacyjnym i wartością spółek giełdowych.

W czwartym rozdziale zaprezentowano wyniki badania empirycznego – badania ilościowe oraz badania jakościowe. W pierwszej części opisano cel i metodykę badania, w tym przyjętą tezę oraz stosowane paradygmaty. Skupiono się przede wszystkim na uzasadnieniu zastosowania *case study* w niniejszym badaniu. Następnie zaprezentowano badanie ilościowe, najpierw przedstawiając cel, hipotezę i próbę

badawczą oraz definiując zmienne, a następnie przytaczając metodę i oszacowania parametrów modelu panelowego z efektami ustalonymi. Dokonano też interpretacji otrzymanych wyników. W ich kontekście sformułowano pytania badawcze części jakościowej badania empirycznego, czyli *case study*, opartego w dużej mierze na pogłębionych wywiadach z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych. Dla uwiarygodnienia wyników zastosowano triangulację, dokonując analizy materiałów prasowych oraz dokumentów publikowanych przez inwestorów instytucjonalnych. Rozpoczęto od scharakteryzowania przypadku zaangażowania tych podmiotów w nadzór nad spółkami, których akcje posiadają, na polskim rynku kapitałowym. Opisano proces podejmowania decyzji inwestycyjnych, formy oraz motywację zaangażowania w nadzór nad spółkami giełdowymi. Określono też rolę stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez spółki w procesach decyzyjnych, w tym o podjęciu zaangażowania nadzorczego. W podsumowaniu, na podstawie przeprowadzonych rozważań, został stworzony szkic ogólnego modelu zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Polsce. Drugi przypadek obrazuje najlepsze praktyki w tym obszarze wśród podmiotów działających w Europie Zachodniej. Również przedstawiono ich proces inwestycyjny oraz strategię, a także zaangażowanie w nadzór nad spółkami, w tym jego formy. Oba przypadki stanowiły podstawę do porównania działalności inwestorów instytucjonalnych w Polsce i w Europie Zachodniej oraz wykazania różnic – zarówno w zaangażowaniu, jak i w otoczeniu instytucjonalnym i rynkowym. Ponadto stanowiły kontekst dla zrozumienia wyników badania ilościowego. Rozważania empiryczne pozwoliły na weryfikację przyjętej na początku tezy.

Niniejsze opracowanie zawiera połączenie teoretycznego podejścia do roli inwestorów instytucjonalnych w nadzorze nad spółkami w kontekście różnych systemów ładu korporacyjnego i teorii zarządzania z ujęciem praktycznym, w szczególności dotyczącym ich podejścia do budowania wartości w Polsce i w Europie Zachodniej. Wypełnia ono lukę w badaniach naukowych w tym obszarze, jednocześnie stanowiąc użyteczny materiał dla przedstawicieli praktyki gospodarczej.

1

INWESTORZY INSTYTUCJONALNI W ŁADZIE KORPORACYJNYM

1.1. Wprowadzenie

Ład korporacyjny stanowi podstawę rozważań o zaangażowaniu akcjonariuszy w nadzór nad spółkami, gdyż tworzy ramy instytucjonalne dla takiej działalności.

Istnieje spór teoretyczny dotyczący terminologii. Angielskie *corporate governance* bywa tłumaczone dosłownie jako władztwo korporacyjne lub władanie korporacyjne, gdyż dotyczy relacji władzy między organami spółek. Inne tłumaczenie to nadzór korporacyjny, co wskazuje na jego funkcję kontrolną, przy czym nadzór korporacyjny sprawowany może być również przez interesariuszy. Węższym pojęciem jest nadzór właścicielski, czyli wykonywany przez udziałowców¹⁴. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie stosuje termin „ład korporacyjny” w odniesieniu do dobrych praktyk dla spółek notowanych. W związku z tym w dalszej części pracy będzie to główne tłumaczenie angielskiego pojęcia *corporate governance* (pozostałe warianty będą wykorzystywane zamiennie).

W rozdziale najpierw zostanie zdefiniowane pojęcie ładu korporacyjnego oraz inwestorów instytucjonalnych. Następnie zostaną przedstawione teorie będące podstawą rozważań o ładzie korporacyjnym, jego modele oraz systemy obowiązujące na świecie oraz zostanie nakreślona rola i znaczenie inwestorów instytucjonalnych w każdej z tych koncepcji.

¹⁴ K. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 28–31.

1.2. Ład korporacyjny – definicje

1.2.1. Definicje i pojęcie ładu korporacyjnego

Ład korporacyjny¹⁵ jest związany z istnieniem sieci powiązań w spółce pomiędzy jej organami zarządzającymi, nadzorczymi, współnikami lub akcjonariuszami oraz innymi interesariuszami. Stanowi strukturę, która umożliwia ustalenie celów spółki, środków ich realizacji oraz środków pozwalających śledzenie wyników spółki. Określa również wszelkie inicjatywy opracowywania i wdrażania w spółkach reguł dobrych praktyk¹⁶.

Definicja ładu korporacyjnego może być formułowana z różnych perspektyw – prawnej, ekonomicznej, politycznej, społecznej¹⁷.

W ujęciu prawnym *corporate governance* jest uznawany za dział prawa handlowego, regulujący urządzenie i funkcjonowanie spółek akcyjnych. Dodatkowo istotne elementy związane z ładem korporacyjnym znajdują się w prawie pracy oraz regulacjach rynku finansowego. Ponadto tworzone są tzw. kodeksy¹⁸ – dokumenty dobrych praktyk, które zawierają zalecenia dotyczące funkcjonowania mechanizmów nadzorczych. Uwzględniając prawo i dobre praktyki, każda spółka tworzy własny układ relacji pomiędzy organami¹⁹.

W ujęciu ekonomicznym ład korporacyjny to mechanizmy instytucjonalne, które regulują stosunki pomiędzy uczestnikami kontraktów (zwłaszcza pomiędzy menedżerami i właścicielami spółki). Przedsiębiorstwo w tym ujęciu jest definiowane jako sieć kontraktów²⁰.

¹⁵ W prowadzonych rozważaniach ład korporacyjny będzie również określany jako nadzór korporacyjny, władztwo korporacyjne oraz *corporate governance*.

¹⁶ C. Mesjasz, *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 16.

¹⁷ A. Ignys-Lipowiecka, *Wybrane problemy współczesnego nadzoru korporacyjnego*, [w:] A. Zakrzewska-Bielawska (red.), *Koncepcje i metody zarządzania strategicznego oraz nadzoru korporacyjnego, Doświadczenia i wyzwania*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 215–226.

¹⁸ Określenie „kodeks” w odniesieniu do dobrych praktyk ładu korporacyjnego (w niniejszym opracowaniu) nie jest stosowane w rozumieniu prawnym jako zbiór ustaw, ale zwyczajowo jako dokument zawierający rekomendacje dla spółek w obszarze ładu korporacyjnego.

¹⁹ A. Adamska, *Własność i kontrola*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 120–121.

²⁰ J. Cioffi, *Governing globalisation? The state, law, and structural change in corporate governance*, „Journal of Law and Society” 2002, vol. 27, no. 4, s. 572–600.

T. Hadden²¹ twierdzi, że ład korporacyjny jest odpowiedzią na potrzeby akcjonariuszy w zakresie kontroli i przeciwdziałania nadużywania pozycji menedżerów w przedsiębiorstwie oraz monitorowania ich efektywności. Z drugiej strony ma dbać o uwzględnianie interesów pracowników. Obu wspomnianym grupom zależy też na kontroli transakcji przeprowadzanych przez menedżerów. W zakresie społecznym ład korporacyjny ma służyć ochronie interesów narodowych, publicznych i środowiskowych. Z perspektywy akcjonariuszy właściwy *corporate governance* prowadzi do maksymalizowania zyskowności spółki w długim okresie.

W ogólnej definicji ład korporacyjny opisuje system nadzoru nad spółką giełdową, czyli zestaw mechanizmów kontrolnych i motywacyjnych, realizowanych w organizacji przez rynki, instytucje oraz przepisy prawne i praktykę gospodarczą²². W przedsiębiorstwie celem działania mechanizmów *corporate governance* jest zapewnienie efektywności jego działania przez utworzenie warunków do współpracy grup interesariuszy, zaangażowanych w jego działalność²³.

Nadzór korporacyjny można rozpatrywać w dwóch modelach. Model akcjonariuszy wskazuje, że sukces spółki to maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy. Długoterminowa współpraca z pozostałymi interesariuszami ma celu realizację interesów akcjonariuszy. Drugi model (model pluralistyczny) zakłada, że spółki działają w interesie społecznym – przyczyniają się do budowania dobrobytu, czyli istnieją inne grupy poza akcjonariuszami, które mają interesy w spółce. Interesy wszystkich tych grup nie muszą ze sobą kolidować²⁴.

B. Tricker²⁵ opisał ład korporacyjny z kilku perspektyw. Operacyjnie jest to system kontroli i zarządzania w przedsiębiorstwie. Nadzór korporacyjny skupiony jest na procesach dotyczących akcjonariuszy, rady oraz menedżerów. W ujęciu relacyjnym podkreśla się natomiast związki pomiędzy tymi grupami (często dodając jeszcze pracowników) i ich wkład w nadawanie kierunku działania i osiąganie wyników przez spółkę. Szerszą perspektywą jest perspektywa interesariuszy (np. audytorów, regulatorów) – spółka jest zobowiązana do aktywnej współpracy z nimi. Podejście finansowe do zadań ładu korporacyjnego skupia się na osiągnięciu przez

²¹ T. Hadden, *Corporate Governance by Institutional Investors? Some Problems from an International Perspective*, [w:] T. Baums, R. Bauxbaum, J. Hopt (red.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, W de G, Berlin – New York 1994, s. 89–102.

²² K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 3–12.

²³ M. Aluchna, *Własność a corporate governance: systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2015, s. 22.

²⁴ I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013, s. 37.

²⁵ B. Tricker, *Corporate governance: principles, policies, and practices*, Oxford University Press, Oxford 2012, s. 29–31.

akcjonariuszy satysfakcjonującego zwrotu z inwestycji, co może być utrudnione przez nieprzestrzeganie w pełni praw wszystkich udziałowców. Ostatnią, najszerszą perspektywą jest ujęcie społeczne, podkreślające, że przedsiębiorstwo powinno uwzględniać interesy wszystkich grup, z którymi wchodzi w jakiegokolwiek interakcje (klienci, banki, dostawcy, społeczność lokalna).

J.J. du Plessis i inni²⁶ definiują ład korporacyjny jako system regulacji i nadzoru nad działalnością spółki oraz system równoważenia interesów wszystkich wewnętrznych i zewnętrznych interesariuszy, na których działalność spółki może wpływać. System ten ma zapewniać odpowiedzialne działanie spółki w celu kreowania długoterminowego i zrównoważonego jej wzrostu.

W praktyce ład korporacyjny stanowi zbiór zasad nadzoru nad spółką i rozliczania z ich przestrzegania. Pozwalają one na skuteczny dialog i współpracę pomiędzy spółką, akcjonariuszami oraz pozostałymi interesariuszami. Zasady te mogą mieć charakter zarówno prawny, jak i ekonomiczny. Mogą być stworzone wewnętrznie w spółce lub być oparte na regulacjach branżowych, prawodawstwie krajowym lub międzynarodowym. Akceptacja form dialogu zawartego w tych zasadach jest podstawą do legitymizacji działania spółki akcyjnej na rynku, stworzenia dla jej działalności korzystnych warunków ekonomicznych i społecznych²⁷.

Również organizacje międzynarodowe, zajmujące się regulacjami przygotowują swoje definicje. OECD zdefiniowała w 1999 roku ład korporacyjny jako zależności między władzami spółki, jej organami, akcjonariuszami oraz pozostałymi grupami udziałowymi. Zawiera on strukturę, za pośrednictwem której określa się cele podmiotu gospodarczego, środki ich realizacji oraz narzędzia do monitorowania wyników²⁸. Ostatniej aktualizacji regulacji OECD dokonano w 2015 roku. Zgodnie z nowymi zapisami systemu *corporate governance* powinny promować transparentność rynkową oraz efektywną alokację zasobów, a także wspierać procesy nadzorcze²⁹.

Podsumowując wszystkie przedstawione dotąd definicje, ład korporacyjny można uznać za system sprawowania nadzoru nad działalnością spółki przez jej właścicieli i zasad współpracy wszystkich interesariuszy, mający na celu osiągnięcie przez nią zrównoważonego wzrostu, uwzględniającego społeczny oraz systemowy kontekst jej działalności. Taka definicja ładu korporacyjnego została przyjęta w niniejszej pracy.

²⁶ J.J. du Plessis, A. Hargovan, J. Harris, *Principles of contemporary corporate governance*, Cambridge University Press, Melbourne 2015, s. 13.

²⁷ A. Ignyś-Lipowiecka, op.cit.

²⁸ M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 25.

²⁹ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, September 2015.

1.2.2. Prawa własności jako fundament ładu korporacyjnego

Fundament ładu korporacyjnego stanowi własność prywatna, jego celem natomiast jest ochrona praw akcjonariuszy jako posiadaczy praw własności³⁰. W sensie prawnym o własności rozstrzygają normy prawne. W ujęciu ekonomicznym właścicielem jest ten, kto czerpie korzyści i decyduje o wykorzystaniu rzeczy lub praw³¹. Istnieją trzy prawa własności:

- prawo do używania posiadanej rzeczy według własnego życzenia,
- prawo do określania zachowania w zakresie używania danej rzeczy przez inne osoby,
- prawo do przekazywania praw do danej rzeczy innym osobom³².

System nadzoru korporacyjnego umożliwia akcjonariuszom jako posiadaczom praw własności korzystanie z prawa głosu, czyli reprezentowania swoich interesów – pozwala zarówno na czerpanie z wypracowanych przez spółkę korzyści, jak i na wpływ na kierunek jej funkcjonowania. Z drugiej strony, własność wymaga również ponoszenia pewnych kosztów ich uzyskania³³.

Akcjonariusze są właścicielami akcji, a nie całego przedsiębiorstwa, czyli ich realny wpływ na przedsiębiorstwo zależy od liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. W obszarze prawa i filozofii powstały w XIX wieku dwa podejścia adresujące problem ułomności praw z akcji, odrębnej osobowości prawnej spółki i ograniczenia odpowiedzialności akcjonariuszy³⁴.

Teoria własności i teoria fikcji (zwolennikami tej teorii byli R. von Jhering oraz W. Hohfeld) głoszą, że spółka jest prywatnym związkiem akcjonariuszy – ma ona wobec nich zobowiązania, a menedżerowie powinni działać w jej interesie. Długoterminowym celem spółki jest według tej teorii maksymalizacja zysku. Spółka podlega samoregulacji, a zawarty kontrakt spółki stanowi podstawę jej działania. Te teorie są związane z angloamerykańskim systemem prawnym.

Dla systemu kontynentalnego historycznie właściwa jest teoria jednostki naturalnej oraz teoria organiczna (zwolennikiem tych teorii był O. von Gierke), które legły u podstaw teorii grup interesu. W świetle tych teorii spółka ma oddzielną

³⁰ A. Adamska, op.cit., s. 49.

³¹ I. Postuła, op.cit., s. 74.

³² J. Jeżak, *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 9, s. 5–8.

³³ J. Jeżak, *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 10.

³⁴ Ibidem, s. 11–12.

osobowość prawną, a w rezultacie własną wolę, zdolność działania, prawa, obowiązki i sama ponosi konsekwencje podjętych czynów. Spółka jest zatem instytucją społeczną, która tworzy interakcje z otoczeniem i ma wobec niego zobowiązania. W tym kontekście celem spółki jest długoterminowy wzrost, a podstawą jej działania – prawo (legislacja w danym państwie). Spółka jest zorientowana na interes społeczny.

Dalsze prace nad tymi teoriami doprowadziły do stwierdzenia, że prawa i obowiązki spółki i jej akcjonariuszy są oddzielone. Jednak to właściciele mają kluczowy wpływ na sposób zarządzania nią, a menedżerowie powinni działać w jej interesie³⁵.

1.3. Charakterystyka inwestorów instytucjonalnych

1.3.1. Wprowadzenie

Akcjonariusze, czyli właściciele akcji (papierów wartościowych stwierdzających udział w majątku spółki i dających określone prawa) stanowią niewielką część szerszej grupy działającej na rynkach finansowych – inwestorów³⁶. Inwestorzy to wszystkie podmioty, które nabywają papiery wartościowe lub kontrakty pochodne na rynku finansowym³⁷. Inwestorzy muszą zatem dysponować środkami pieniężnymi, których podaż wyznaczana jest głównie przez oszczędności podmiotów indywidualnych. Inwestycje mogą być podejmowane indywidualnie lub środki mogą zostać powierzone pośrednikom finansowym, czyli instytucjom, które specjalizują się w inwestowaniu w papiery wartościowe. Firmy, które profesjonalnie lokują powierzone im środki finansowe na rynku kapitałowym, to inwestorzy instytucjonalni. Są to podmioty zbiorowego inwestowania, które zajmują się pozyskiwaniem środków pieniężnych od osób fizycznych i prawnych oraz inwestowaniem ich w prawnie dostępnych i wskazanych kierunkach w celu pomnażania aktywów³⁸.

Podział na inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych jest tylko jednym z podziałów tej grupy w literaturze. Istnieją również klasyfikacje dokonane

³⁵ S. Letza, X. Sun, J. Kirkbride, *Shareholding versus Stakeholding, A critical review of corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review” 2004, no. 3, s. 242–262.

³⁶ D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie: ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 41.

³⁷ J. Czekaj, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 47.

³⁸ U. Banaszczak-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 50–52.

na podstawie typu nabywanych instrumentów finansowych, częstotliwości dokonywanych transakcji, wielkości pakietu papierów wartościowych, horyzontu inwestycyjnego, celu inwestycyjnego, specjalizacji, sposobu podejmowania decyzji inwestycyjnej³⁹.

Do typowych inwestorów instytucjonalnych zalicza się:

- banki komercyjne i inwestycyjne,
- instytucje ubezpieczeniowe,
- fundusze emerytalne,
- fundusze inwestycyjne.

W szerszym znaczeniu do inwestorów instytucjonalnych należą również firmy zarządzające aktywami na zlecenie, z których usług rzadko korzystają klienci indywidualni ze względu na wysokie koszty. Zazwyczaj działają one na zlecenie innych inwestorów instytucjonalnych. Kolejną grupą to animatorzy rynku i animatorzy emitenta, czyli firmy maklerskie, które zobowiązują się wobec giełdy lub emitenta do wspomaganie płynności określonego instrumentu finansowego przez składanie zleceń na własny rachunek i we własnym imieniu. Szczegóły działalności animatora (wartość zleceń, spready, czas, dzienne zaangażowanie) określa umowa. Ostatnią grupą to przedsiębiorstwa lokujące dla własnego zysku. Oprócz wcześniej wspomnianych banków, są to Skarb Państwa, samorządy, spółki publiczne oraz biura maklerskie inwestujące na własny rachunek⁴⁰. Czasami do tego grona zalicza się też inwestorów branżowych (przedsiębiorstwa), którzy inwestują w spółkę głównie w celu poprawienia swojej pozycji konkurencyjnej, a nie są motywowani stopą zwrotu. Wszystkie te podmioty nie są jednak typowymi instytucjami lokującymi środki swoich klientów na rynkach finansowych. Dlatego zostaną pominięte w dalszej analizie.

Znaczenie inwestorów instytucjonalnych na rynkach kapitałowych rośnie, gdyż zwiększa się ogólna liczba papierów wartościowych pozostających w ich posiadaniu⁴¹. W rozwiniętych gospodarkach większość inwestycji jest podejmowana za pośrednictwem tych instytucji. Około 80% obrotów na giełdach światowych dokonują inwestorzy instytucjonalni⁴². Ich aktywa jako udział w PKB również wzrastają, ale wahają się w zależności od kraju, co zostało przedstawione w tabeli 1. Wśród wymienionych krajów najwyższy wskaźnik w 2014 roku osiągnęły Stany

³⁹ D. Dziawgo, op.cit., s. 42–24.

⁴⁰ U. Banaszczak-Soroka, *Rynki finansowe, organizacja, instytucje, uczestnicy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 192–195.

⁴¹ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 627.

⁴² Dane z 2014 roku za: W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, op.cit., 2014, s. 627.

Zjednoczone (ponad 200% PKB), natomiast najniższy – Włochy i Polska (jedyne kilkadziesiąt procent PKB).

Tabela 1. Aktywa inwestorów instytucjonalnych jako udział w PKB wybranych krajów w latach 2007 i 2014 [w %]

Kraj	Fundusze inwestycyjne		Fundusze emerytalne		Zakłady ubezpieczeń	
	2007	2014	2007	2014	2007	2014
Stany Zjednoczone	83,6	105,2	88,6	101,3	43,8	45,0
Wielka Brytania	Brak danych	Brak danych	Brak danych	Brak danych	Brak danych	Brak danych
Niemcy	40,4	53,3	11,1	16,2	57,4	64,0
Francja	67,6*	68,2	Brak danych	Brak danych	85,3	112,5
Włochy	13,3*	15,0	1,3*	2,8	29,7*	42,8
Polska	Brak danych	Brak danych	10,9*	18,3**	11,0*	10,6

* dane za 2008 rok

** dane za 2013 rok

Źródło: opracowanie własne na podstawie OECDiLibrary, *OECD Institutional Investors Statistics 2015*.

Historia instytucji zbiorowego inwestowania sięga 1822 roku, kiedy w Brukseli założono pierwszą jednostkę tego typu, przypominającą dzisiejsze zamknięte fundusze inwestycyjne. Następnie podobne instytucje powstawały w Anglii, Szkocji i w Stanach Zjednoczonych, gdzie w latach 20. XX wieku pojawiły się pierwsze otwarte fundusze inwestycyjne. Duży wzrost zainteresowania inwestowaniem w spółki zajmujące się budowaniem linii kolejowych w Stanach Zjednoczonych spowodował szybki rozwój funduszy inwestycyjnych w latach 80. XIX wieku⁴³.

Szczególnie kraje anglosaskie opierają finansowanie przedsiębiorstw o środki pieniężne dostarczane przez inwestorów poprzez emisje akcji i obligacji. W krajach Europy kontynentalnej, gdzie historycznie dominowały banki, rynek kapitałowy również stopniowo zyskuje na znaczeniu. Od lat 90. XX wieku fundusze emerytalne i inwestycyjne są głównymi ośrodkami akumulacji kapitału na świecie. Ich aktywność pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy, wzrost produktywności oraz akumulację kapitału. Ważną rolę odgrywają w branżach, w których występuje ponadprzeciętne ryzyko inwestycyjne (np. branża IT) i banki są ostrożne w pożyczaniu im kapitału. Postępująca globalizacja (ograniczenie kontroli dewizowej,

⁴³ K. Pistor, *Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren: eine rechtsökonomische Analyse der Massenprivatisierung in Russland und der Tschechischen Republik*, Duncker und Humblot, Berlin 2000, s. 188–190.

znoszenie restrykcji prawnych) prowadzi do usuwania barier inwestycyjnych pomiędzy krajami, zatem inwestorzy instytucjonalni chętnie korzystają z możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego poprzez zakup papierów wartościowych na całym świecie⁴⁴.

Przez zakup akcji inwestorzy instytucjonalni nabywają prawa własności w spółce. Rosnąca liczba inwestorów instytucjonalnych oraz coraz wyższa wartość aktywów, którymi dysponują, sprawia, że ich znaczenie jako właścicieli rośnie. M. Bojańczyk nazywa to zjawisko własnością anonimową. Rozproszenie własności jest, jego zdaniem, źródłem ograniczenia kontroli właścicielskiej w przedsiębiorstwach, co powoduje nadużywanie pozycji przez menedżerów⁴⁵. Inwestorzy instytucjonalni często nazywani są w literaturze inwestorami portfelowymi, dla których najważniejsza jest maksymalizacja zysku ze zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego. Nie interesuje ich oddziaływanie na decyzje w spółce. Jeżeli wyniki finansowe pogarszają się, to szybko pozbywają się akcji⁴⁶. Inne określenie to „właściciele uniwersalni” (*universal owners*), czyli pasywni inwestorzy posiadający zdywersyfikowane portfele odzwierciedlające cały rynek, działający w horyzoncie długookresowym. Krótkookresowa orientacja zarządów spółek zmusza ich niekiedy do zaangażowania w nadzór nad spółką, co pozwala zadbać im o osiągnięcie własnych celów inwestycyjnych⁴⁷.

Aktywne zaangażowanie inwestorów w kontrolę nad spółką odbierane jest pozytywnie, co zostanie opisane w dalszej części opracowania.

Dodatkowo działalność inwestorów instytucjonalnych jest wspierana przez stowarzyszenia. Przykładowo w Niemczech istnieje stowarzyszenie inwestorów instytucjonalnych, które wspiera merytorycznie, jak i poprzez nieformalne kontakty, zarówno niemieckich i zagranicznych inwestorów. Trzy czwarte wszystkich odbierających tego typu pomoc inwestorów instytucjonalnych to podmioty działające w Niemczech. Pozostałą część stanowią inwestorzy zagraniczni, zainteresowani rynkiem niemieckim. Powstawaniu podobnych stowarzyszeń na całym świecie sprzyja OECD/International Finance Corporation, które twierdzi, że poprzez wspólne działanie inwestorzy instytucjonalni będą bardziej efektywni w wykonywaniu funkcji kontrolnej wobec spółek, w których mają akcje. Dodatkowo, stowarzyszenia

⁴⁴ M. Bojańczyk, *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym – kryzys zarządzania spółkami*, Difin, Warszawa 2010, s. 106–112.

⁴⁵ Ibidem, s. 117–119.

⁴⁶ S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 195.

⁴⁷ L.E. Lee, *Raising minimum governance standards: Selecting quality companies for a long term*, MSCI ESG Research, December 2015, s. 16.

takie mogą brać aktywny udział w tworzeniu ram systemu *corporate governance* w krajach, w których nie jest on jeszcze dojrzały. Dzięki powstawaniu i aktywności stowarzyszeń zrzeszających inwestorów instytucjonalnych, ich przedstawiciele są lepiej przygotowani do wykonywania praw wynikających z własności, gdyż mają większy dostęp do wiedzy i możliwość wymiany doświadczeń⁴⁸.

Również według N. Boubakri i innych inwestorzy instytucjonalni należą do podmiotów kształtujących ramy ładu korporacyjnego, a także dbają o ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych. Podkreślają, że im bardziej prawa posiadaczy akcji są chronione w kraju pochodzenia inwestora instytucjonalnego, tym bardziej przyczynia się on do szerzenia dobrych praktyk ładu korporacyjnego na rynkach, na których działa⁴⁹.

Przykładem takiego działania jest dyskusja przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych z władzami spółki Lufthansa w 2013 roku. Były prezes Lufthansy Wolfgang Mayrhuber został zgłoszony jako kandydat na przewodniczącego rady nadzorczej koncernu w oficjalnym raporcie przekazanym do giełdy we Frankfurcie (Deutsche Boerse). Pod naciskiem akcjonariuszy (głównie przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych) wycofał się z kandydowania następnego dnia, aby w kolejnym oświadczeniu powrócić do pierwotnego pomysłu. Amerykańskie stowarzyszenie inwestorów instytucjonalnych (ISS – Institutional Shareholder Services) uznało, że okres od pełnienia funkcji w zarządzie do podjęcia roli kontrolującej w radzie nadzorczej był zbyt krótki (trzy lata), co mogło powodować konflikt interesów, i zarekomendowało swoim członkom sprzeciw wobec tego wniosku⁵⁰. W głosowaniu jednak Mayrhuber otrzymał 63% głosów i pomimo sprzeciwów ISS oraz największego akcjonariusza (Union Investment) został wybrany przewodniczącym rady nadzorczej⁵¹. Przytoczony przykład ilustruje zaangażowanie zarówno samych inwestorów instytucjonalnych, jak i ich stowarzyszeń w utrzymanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Pomimo nieudanej inicjatywy inwestorzy instytucjonalni zdołali zwrócić uwagę opinii publicznej na istotę problemu przestrzegania dobrych praktyk ładu korporacyjnego w spółce.

W dalszej części rozdziału zostaną scharakteryzowani inwestorzy instytucjonalni finansowi. Wyłączony został Skarb Państwa, samorządy oraz spółki publiczne

⁴⁸ OECD/International Finance Corporation, *Strengthening Latin American Corporate Governance: the role of institutional investors*, OECD Publishing, 2011, s. 70–71.

⁴⁹ N. Boubakri, J.C. Cosset, H. Some i, *Introduction to Institutional Investors in Global Capital Markets*, "International Finance Review" 2011, vol. 12, s. 3–13.

⁵⁰ *Überraschende Wende bei der Lufthansa; Hin und her: Der Ex-Lufthansa-Chef Wolfgang Mayrhuber will nun doch Chef des Aufsichtsrats werden. Ein beispielloser Vorgang.*, Aachener Nachrichten, 7.04.2013.

⁵¹ *Aufstand gegen die Lufthansa-Patriarchen*, NZZ am Sonntag, 12.05.2013.

(inwestorzy branżowi). Opracowanie to skupia się bowiem na działalności inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy mniejszościowych, którzy z założenia podchodzą do inwestycji portfelowo, czyli funduszy inwestycyjnych, emerytalnych, banków i instytucji ubezpieczeniowych.

1.3.2. Fundusze inwestycyjne

Fundusze inwestycyjne, nazywane również funduszami wspólnego inwestowania (*mutual funds*), zyskały popularność w latach 70. XX wieku w krajach Europy Zachodniej i Ameryki Północnej, umożliwiając gospodarstwu domowemu lokowanie zasobów pieniężnych na rynkach finansowych. Ich największy rozwój nastąpił w latach 90. XX wieku.

Fundusze inwestycyjne zapewniają swoim klientom profesjonalne zarządzanie powierzonymi środkami i dają możliwość skutecznej dywersyfikacji portfela, co zwykle stanowi ograniczenie dla samodzielnych inwestycji podejmowanych przez inwestorów indywidualnych⁵². Poza zatrudnieniem profesjonalnego zespołu (w tym licencjonowanych doradców), fundusze inwestycyjne są zobowiązane przez regulatorów do przestrzegania limitów kapitałowych i inwestycyjnych⁵³.

Ze względu na prawną formę organizacji fundusze dzielą się na otwarte i zamknięte. Te pierwsze pozwalają inwestorom na zakup i sprzedaż jednostek uczestnictwa w dowolnym momencie – wielkość aktywów funduszu oraz horyzont czasowy nie są określone. Jednostki uczestnictwa nie są zbywalne i podlegają jedynie umorzeniu. Natomiast w funduszach inwestycyjnych zamkniętych oba te parametry są określone. Zazwyczaj udziały w nich mają postać akcji i są w obrocie na rynku wtórnym. Zaletą funduszy zamkniętych w stosunku do otwartych jest stabilność kapitału oraz koncentracja na zysku w dłuższej perspektywie, czyli na zwiększaniu wartości zarządzanych aktywów⁵⁴.

Ze względu na przedmiot inwestycji (typ aktywów, w które inwestują) fundusze inwestycyjne można podzielić na akcyjne, obligacyjne, rynku pieniężnego i mieszane. Fundusze akcyjne kupują przede wszystkim udziałowe papiery wartościowe i oczekują, że ich wartość wzrośnie w czasie. Są to podmioty o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym. Można je dodatkowo podzielić ze względu

⁵² J. Jeżak, *Ład korporacyjny: doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 56.

⁵³ W. Dębski, *op.cit.*, 2014, s. 645.

⁵⁴ M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 30–31.

na zorientowanie na: indeksowe (odzworowujące indeks giełdowy), sektorowe (inwestujące w konkretną branżę), fundusze małych i średnich spółek, fundusze uniwersalne (szeroki profil działalności) oraz fundusze skupione na określonym regionie geograficznym. Fundusze obligacyjne inwestują w wierzytelnościowe papiery wartościowe o stałym dochodzie. Fundusze rynku pieniężnego skupiają się na papierach wartościowych o terminie zapadalności poniżej roku oraz lokatach bankowych. Ostatni typ funduszy – fundusze mieszane – inwestują w różne rodzaje papierów wartościowych (akcje, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa w innych funduszach inwestycyjnych, depozyty bankowe oraz instrumenty pochodne do zabezpieczenia ryzyka)⁵⁵. W niniejszym opracowaniu, w badaniach ilościowych i jakościowych, zostały wzięte pod uwagę jedynie fundusze, które mają w swoich portfelach akcje spółek notowanych na giełdzie.

Inny podział dotyczy sposobu zarządzania portfelem w funduszach. W przypadku funduszy aktywnych zarządzający sam dobiera skład portfela, który ma zapewnić jak najwyższą stopę zwrotu dla uczestników. Fundusze pasywne są natomiast odzwierciedleniem określonego, z góry założonego, portfela, zwykle indeksu giełdowego⁵⁶.

Do głównych zalet inwestowania w typowe fundusze inwestycyjne należy dywersyfikacja portfela – ze względu na dużą liczbę uczestników zarządzający funduszem mogą skutecznie minimalizować ryzyko inwestycyjne. Straty z inwestycji w konkretny typ papieru wartościowego, spółkę, branżę czy rynek mogą być kompensowane przez zyski w innych obszarach. Efektywne zarządzanie portfelem jest wykonywane przez profesjonalną firmę specjalizującą się w zarządzaniu aktywami, która podlega odpowiednim regulacjom prawnym. Inwestorzy, czyli klienci, mają możliwość wyboru funduszu na podstawie swojego profilu ryzyka i decydują się na fundusz o odpowiadającej im strategii inwestycyjnej. Również wysoka płynność inwestycji w fundusze jest zachęcająca dla gospodarstw domowych. W przypadku nagłej potrzeby dostępu do gotówki istnieje możliwość umorzenia lub sprzedaży jednostek uczestnictwa. Wspólne inwestowanie oznacza też niższe koszty transakcyjne dla pojedynczego członka funduszu. Wszystkie te zalety sprawiają, że fundusze inwestycyjne należą do preferowanych form oszczędzania i pomnażania majątku wśród gospodarstw domowych pomimo ryzyka (ryzyko rynkowe, inflacyjne oraz kredytowe), które towarzyszy takim przedsięwzięciom⁵⁷.

⁵⁵ J. Czekaj, *op.cit.*, s. 58.

⁵⁶ W. Dębski, *op.cit.*, 2014, s. 651.

⁵⁷ *Ibidem*, s. 645–649.

Tradycyjnie fundusze inwestycyjne nie są uważane za aktywnych inwestorów, angażujących się w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje. M. Bojańczyk⁵⁸ nazywa je inwestorami pasywnymi, którzy ograniczają się jedynie do analizowania sytuacji spółki i inwestycji portfelowych bez ingerowania w zarządzanie i nadzór nad przedsiębiorstwem. Jest to zwykle spowodowane niskim udziałem w akcjonariacie. Rosnąca świadomość znaczenia stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego i związana z tym możliwość wywierania wpływu na spółkę sprawiają, że zarządzający funduszami inwestycyjnymi coraz chętniej angażują się w nadzór nad działalnością spółki pomimo mniejszościowych udziałów w jej akcjonariacie⁵⁹. Te największe, działające na najbardziej rozwiniętych rynkach, posiadają wydzielone zespoły zajmujące się kwestiami *corporate governance* oraz ustalają wewnętrzne wytyczne dla spółek, w które inwestują, oczekując ich przestrzegania. W mniejszych podmiotach funkcja ta jest zdecentralizowana, ale również jest wykonywana. Ta tematyka zostanie szerzej omówiona w dalszych rozdziałach niniejszego opracowania.

Wśród funduszy inwestycyjnych wymienia się często również fundusze *private equity*, które inwestują w spółki najczęściej z rynku niepublicznego, średnio- i długoterminowo, udzielając wsparcia menedżerskiego i oczekując wzrostu wartości tych udziałów. *Venture capital* to fundusze działające podobnie, ale skupiające się na spółkach we wczesnej fazie rozwoju⁶⁰. Fundusze te zazwyczaj starają się nabyć pakiety kontrolne w spółkach lub istotny pakiet mniejszościowy (ok. 25% głosów)⁶¹, tak aby mieć bezpośredni wpływ na kadre menedżerską oraz strategię i działalność operacyjną przejmowanego podmiotu. Rzadko decydują się na rolę typowego akcjonariusza mniejszościowego. Dlatego w prowadzonych dalej analizach (w szczególności w badaniu jakościowym) nie będą uwzględniani.

Innym charakterystycznym typem funduszy inwestycyjnych są fundusze hedgingowe. Nie obowiązują ich ograniczenia regulacyjne, stosowane dla klasycznych funduszy inwestycyjnych, w tym np. limity inwestycyjne. Są one skłonne ponosić duże ryzyko w celu osiągnięcia wysokich stóp zwrotu. Charakteryzuje je agresywny styl inwestowania oraz krótko- i średnioterminowy horyzont⁶². Ze względu na silne uzależnienie wynagrodzenia zarządzającego funduszem od stóp zwrotu z portfela powszechne jest ich zaangażowanie w nadzór nad spółkami, w które inwestują,

⁵⁸ M. Bojańczyk, op.cit., 2005, s. 33.

⁵⁹ D. Dziawgo, op.cit., s. 44.

⁶⁰ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa 2011, s. 41.

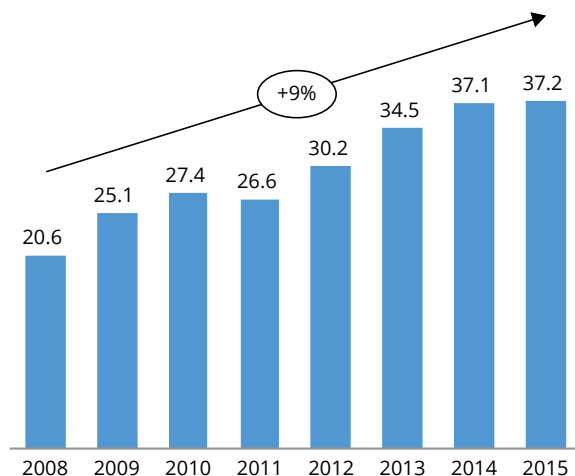
⁶¹ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 60.

⁶² M. Aluchna, op.cit., 2015, s. 165–166.

szczególnie jeżeli nabywają znaczny pakiet akcji⁶³. W dalszych rozważaniach (oraz w badaniach jakościowych) ten typ inwestorów instytucjonalnych nie został wzięty jednak pod uwagę, gdyż w Polsce takie podmioty nie prowadzą znaczącej działalności na rynku kapitałowym.

Podsumowując, fundusze inwestycyjne stanowią dużą grupę inwestorów instytucjonalnych o bardzo różnorodnych strategiach inwestycyjnych. Pomimo kryzysu finansowego, który zachwiało zaufaniem do rynków finansowych, globalnie liczba działających funduszy wzrastała, podobnie jak wartość aktywów zarządzanych przez te podmioty, średnio o 9% rocznie w latach 2008–2015. Przedstawiono to na rysunku 1.

Rysunek 1. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w ujęciu globalnym [w bln dolarów]



Źródło: opracowanie własne na podstawie ICI, *2016 Investment Company Fact Book*, 56. edycja, Waszyngton 2016.

1.3.3. Fundusze emerytalne

Kapitałowe fundusze emerytalne należą do kategorii inwestorów instytucjonalnych, będących elementem systemu emerytalnego. Początkowo występowały one w Stanach Zjednoczonych, gdzie tzw. plany emerytalne były tworzone przez przedsiębiorstwa dla pracowników już od czasów II wojny światowej, a szczególnie

⁶³ D. Nordberg, *The politics of shareholder activism*, [w:] H. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010, s. 409–425.

po objęciu wpłat zwolnieniem od podatku dochodowego. Stopniowo upowszechniały się również w Europie z powodu zmian w strukturze demograficznej. Starzenie się społeczeństwa prowadziło do odchodzenia od systemu repartycyjnego w stronę systemu kapitałowego. W niektórych krajach fundusze emerytalne stały się obowiązkowym elementem systemu emerytalnego⁶⁴. Są one uznawane obecnie za największych inwestorów instytucjonalnych, kumulujących największy kapitał inwestycyjny⁶⁵.

Podstawowy podział funduszy emerytalnych ze względu na zależność pomiędzy wielkością wnoszonej składki a wartością świadczenia emerytalnego został przedstawiony w tabeli 2.

Tabela 2. Rodzaje funduszy emerytalnych

Fundusz o zdefiniowanym świadczeniu	Fundusz o zdefiniowanym świadczeniu
<ul style="list-style-type: none"> • członek funduszu ma zapewnione świadczenie emerytalne stanowiące określoną część przeciętnego lub ostatniego dochodu • wysokość składki zależy od spodziewanych przyszłych zobowiązań wobec emeryta i dotychczasowych wyników funduszu • ryzyko inwestycyjne ponoszone jest przez fundusz emerytalny, który zobligowany jest do wypłaty określonego świadczenia bez względu na wyniki inwestycyjne • często zawierają dodatkowe świadczenia np. ubezpieczenie zdrowotne, na życie • zarządzanie funduszem o zdefiniowanym świadczeniu jest kosztowne 	<ul style="list-style-type: none"> • wysokość przyszłych świadczeń emerytalnych zależy od efektywności inwestycyjnej funduszu i nie jest z góry określona • wysokość składki jest z góry ustalona • ryzyko inwestycyjne ponosi członek funduszu • zarządzanie funduszem o zdefiniowanej składce jest tańsze

Źródło: opracowanie własne na podstawie E.P. Davis, *Pension funds, Retirement-Income Security, and Capital Markets, An International Perspective*, Clarendon Press, Oxford 1995; J. Czekaj, op.cit.

Inny podział funduszy emerytalnych to państwowe i prywatne. Te pierwsze obsługują pracowników sektora publicznego, mogą mieć charakter regionalny lub krajowy. Fundusze prywatne tworzone są przy firmach, gromadząc i pomnażając kapitał swoich pracowników.

Celem działalności funduszy emerytalnych jest ochrona zgromadzonego kapitału i jego pomnażanie dla przyszłych emerytów. Długoterminowy horyzont inwestycyjny oraz brak restrykcji w polityce inwestycyjnej w większości krajów sprawiają, że podmioty te uchodzą za stabilnych i znaczących akcjonariuszy. Ze

⁶⁴ J. Czekaj, op.cit., s. 61.

⁶⁵ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 57–58.

względu na polityki inwestycyjne, wymagające dywersyfikacji i rozpraszania ryzyka, są oni najczęściej akcjonariuszami mniejszościowymi, co utrudnia im wpływanie na spółkę w roli nadzorców⁶⁶. Wprawdzie możliwe jest działanie w porozumieniu dla osiągnięcia wspólnych celów, np. wystawienie wspólnego kandydata na niezależnego członka rady dyrektorów (lub rady nadzorczej), jednak przedstawiciele funduszy obawiają się, że nadmierna współpraca może być uznana za zмовę.

1.3.4. Instytucje ubezpieczeniowe

Działalność instytucji ubezpieczeniowych polega na wykonywaniu czynności ubezpieczeniowych, czyli oferowaniu i udzielaniu ochrony na wypadek ryzyka wystąpienia skutków zdarzeń losowych. Obejmuje ona zawieranie umów, ocenę ryzyka, ustalanie składek i prowizji, wysokości szkody, wypłacanie odszkodowań, lokowanie środków zakładu ubezpieczeń oraz reasekurację⁶⁷. Działalność zakładów ubezpieczeń jest ściśle uregulowana prawnie. Oferują one ubezpieczenia majątkowe i na życie. W przypadku ubezpieczeń majątkowych składka musi pokryć koszty działalności ubezpieczyciela, koszty odszkodowań oraz przynieść zysk. Ubezpieczenia na życie zapewniają korzystającemu wypłatę świadczenia w momencie realizacji określonego ryzyka (śmierć, wypadek) lub po upływie określonej liczby lat. Stąd ubezpieczyciele są zainteresowani korzystnym lokowaniem wpłacanych regularnie składek i osiągnięciem wysokich stóp zwrotu.

Podstawowym zadaniem instytucji ubezpieczeniowych jest zatem zbieranie składek oraz wykorzystywanie tych środków do podejmowania inwestycji, które przyniosą korzyści w przyszłości. Ich horyzont inwestycyjny jest długi. W celu zapewnienia bezpieczeństwa inwestycji oraz dywersyfikacji portfela wprowadzono regulacje prawne zawierające limity inwestycyjne dla firm ubezpieczeniowych⁶⁸.

Papiery dłużne stanowią najważniejszą pozycję w portfelach inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń, ponieważ poziom związanego z nimi ryzyka jest niski. Dotyczy to zarówno ubezpieczeń majątkowych, jak i ubezpieczeń na życie. Udział akcji w portfelu jest zwykle niższy niż prawnie dopuszczalny ze względu na większe ryzyko. Wzrost lokat w udziałowe papiery wartościowe oraz jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych obserwowany jest w przypadku ubezpieczeń na życie, ponieważ pojawiają się produkty przenoszące ryzyko z ubezpieczyciela

⁶⁶ Ibidem, s. 58.

⁶⁷ U. Banaszczak-Soroka, op.cit., 2014, s. 260.

⁶⁸ W. Dębski, op.cit., 2005, s. 545.

na klienta, czyli takie, które nie gwarantują świadczenia o z góry określonej wartości (ubezpieczenie z funduszem kapitałowym)⁶⁹.

Towarzystwa ubezpieczeniowe, które inwestują swoje wolne środki w akcje danej spółki, chętnie wchodzi z nią w symbiozę. Traktują ją jako potencjalnego klienta ubezpieczeniowego. Ponadto często stanowią wsparcie w procesie ubezpieczenia lub gwarantowania jej wypłacalności. Są zatem inwestorem preferowanym przez zarządy. Historycznie obecni są w akcjonariatach spółek niemieckich i japońskich. Coraz częściej pojawiają się w spółkach z krajów anglosaskich po złagodzeniu ograniczeń inwestycyjnych⁷⁰.

Podsumowując, instytucje ubezpieczeniowe stanowią jedną z podstawowych grup inwestorów instytucjonalnych, która skupiona jest na długoterminowym horyzoncie i bezpieczeństwie inwestycji.

1.3.5. Banki

Bank to inaczej osoba prawna świadcząca usługi finansowe. To instytucja kredytowa, przyjmująca środki finansowe i ich udzielająca. Działa dla zysku i podejmuje ryzyko (kredytowe, rynkowe, operacyjne i płynności). Banki można podzielić na uniwersalne i specjalistyczne. Uniwersalne dominują na rynku i skupiają się na przyjmowaniu depozytów i udzielaniu kredytów. Banki specjalistyczne (np. inwestycyjne, hipoteczne) stanowią mniejszość. Dodatkowo, kryzys finansowy przyczynił się do bankructwa dużych banków inwestycyjnych lub ich przekształcenia w banki uniwersalne⁷¹.

Głównymi zadaniami banków inwestycyjnych są: przeprowadzanie emisji akcji, obrót papierami wartościowymi oraz doradzanie przy fuzjach i przejęciach przedsiębiorstw. Zajmują się również zarządzaniem aktywami i funduszami, analizą koniunktury i spółek oraz zarządzaniem ryzykiem⁷². Działalność w zakresie zarządzania aktywami i funduszami nie została podjęta w tych rozważaniach, ponieważ poświęcono jej odrębne podrozdziały. Banki inwestycyjne należą do podmiotów, które mogą taką działalność uruchomić w swojej strukturze, w wydzielonych jednostkach. Dalsze rozważania są skupione na bankach komercyjnych i uniwersalnych.

⁶⁹ J. Czekał, *op.cit.*, s. 298–302.

⁷⁰ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, *op.cit.*, 2010, s. 59–60.

⁷¹ M. Zaleska, *Bankowość*, C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 48–49.

⁷² W. Dębski, *op.cit.*, 2014, s. 708.

Banki uniwersalne/komercyjne tradycyjnie służą spółkom jako dostawcy kapitału, udzielając im kredytów. Cena kapitału pożyczkowego stanowi punkt odniesienia dla inwestorów – ustala granicę rentowności inwestycji kapitałowych. Tym samym stopa oprocentowania kredytów wpływa na poziom inwestycji na rynkach kapitałowych. Atrakcyjne oprocentowanie lokat bankowych zniechęca do podejmowania ryzykownych przedsięwzięć np. na rynku akcji⁷³.

Poza funkcją dostawcy kapitału pożyczkowego banki mogą kupować akcje spółek na własny rachunek. W krajach anglosaskich (Stany Zjednoczone i Wielka Brytania) jest to prawnie utrudnione, gdyż role banku jako wierzyciela i właściciela są nie do pogodzenia. W Stanach Zjednoczonych banki mogą jedynie nabywać akcje przez fundusze inwestycyjne i obowiązują je ścisłe limity – do 5% akcji z prawem głosu i do 25%, jeśli akcje dodatkowe są bez prawa głosu⁷⁴. Inaczej jest w Europie Zachodniej, zwłaszcza w Niemczech, oraz w Japonii, gdzie banki są historycznie tradycyjnymi akcjonariuszami. Dodatkowo w Niemczech znaczenie banków jest wzmacniane przez fakt, że ich klienci, będący również akcjonariuszami mniejszościowymi w spółkach, często przekazują bankom swoje prawa korporacyjne (np. prawo głosu w czasie walnego zgromadzenia akcjonariuszy), co pozwala bankom wywierać znaczący wpływ na działalność spółek giełdowych. Prawodawstwo niemieckie nakłada stopniowo pewne ograniczenia dla banków w tym zakresie, np. zakaz wykonywania praw korporacyjnych innych akcjonariuszy tam, gdzie bank posiada ponad 5% akcji⁷⁵. Banki uchodzą za właścicieli, którzy zapewniają spółkom stabilność i długoterminowy rozwój. Poza rolę właścicielską są dostarczycielami kapitału, zapewniają dostęp do informacji oraz usług bankowych. Banki zapewniają też lepszy nadzór i sprawne zarządzanie (np. szybszą wymianę menedżerów w razie niesatysfakcjonujących wyników finansowych)⁷⁶.

Podsumowując, obecność banków jako inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności jest zależna od tradycji i prawodawstwa w danym kraju. Ze względu na globalizację i rozwój rynków kapitałowych oraz ograniczenia prawne (w tym zalecenia Unii Europejskiej) ich znaczenie jako akcjonariuszy spada.

⁷³ Ibidem, s. 627.

⁷⁴ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 67–68.

⁷⁵ A. Słomka-Gołębiowska, *W stronę modelu prorynkowego, Studium o niemieckim systemie nadzoru nad przedsiębiorstwem*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2006.

⁷⁶ J. Kang, A. Shivdasani, *Firm Performance, Corporate Governance and Top Executives Turnover in Japan*, „Journal of Financial Economics”, May 1995, vol. 38, no. 1, s. 29–58.

1.3.6. Inwestorzy instytucjonalni w strukturze własności i ładzie korporacyjnym

Struktura własności spółek (przede wszystkim tych, których akcje są w obrocie giełdowym) ulega ciągłym, powolnym zmianom. Dzieje się to przez proces emisji nowych akcji oraz dzięki handlowi tymi papierami wartościowymi na rynku wtórnym. Wraz ze strukturą własności zmienia się też dystrybucja praw własności w spółce⁷⁷.

Historycznie dominowała skoncentrowana struktura własności. Większościowe pakiety akcji posiadały rodziny, holdingi, banki. Rozwój instytucji pośredniczących spowodował instytucjonalizację własności korporacyjnej. Proces ten rozpoczął się w krajach anglosaskich i dotarł również do Europy kontynentalnej. Pod koniec XX wieku 60% akcji w Stanach Zjednoczonych i około 80% w Wielkiej Brytanii i Japonii było w rękach inwestorów instytucjonalnych⁷⁸. Badania M. Bechta i A. Roella wykazały, że mediana największego pakietu głosów w krajach Europy kontynentalnej wahała się pomiędzy 54,53% we Włoszech a 34,20% w Hiszpanii. W Wielkiej Brytanii było to odpowiednio 9,9%, zaś w Stanach Zjednoczonych poniżej progu jawności (5%)⁷⁹.

Przyczyn tych różnic upatruje się w teorii ekonomii i finansów, gdzie strukturę własności uznaje się za determinantę ładu wewnątrz korporacyjnego i zachowań spółki. Przykładowo podmioty o skoncentrowanej własności z jednej strony są ostrożne w inwestycjach ze względu na duże zaangażowanie i niską dywersyfikację portfela akcjonariusza większościowego, a z drugiej strony mają niższe koszty koordynowania transakcji i pozyskiwania kapitału obcego. Istnieje ogólne przekonanie, że optymalną strukturą własności dla dużych korporacji jest rozproszony akcjonariat⁸⁰.

Innym wytłumaczeniem tych różnic jest teoria instytucjonalna, według której struktury własności są kształtowane przez rozwiązania prawne, obowiązujące w danym kraju. Przykładowo regulator może zabronić konkretnym typom akcjonariuszy inwestowania w określone spółki (np. bankom w holdingi przemysłowe) lub nałożyć limity inwestycyjne (np. dla funduszy emerytalnych lub inwestycyjnych).

⁷⁷ J. Engelhard, S. Eckert, *The Ownership Structure of Large German Corporations: Towards an Increasing Denationalization?*, [w:] S. Urban (red.), *Relations of Complex Organizational Systems*, Springer Fachmedien, Wiesbaden 1999, s. 297–343.

⁷⁸ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 84.

⁷⁹ M. Becht, A. Roell, *Blockholdings in Europe, an international comparison*, „European Economic Review” 1999, no. 43, s. 1052.

⁸⁰ J. Jeżak *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 91–92.

Takie działania kształtują strukturę akcjonariatów. Rozwiązania prawne mogą też chronić prawa akcjonariuszy mniejszościowych, co będzie sprzyjać rozproszeniu struktury własności. Redukcja stosowania akcji uprzywilejowanych wpływa natomiast na upłynnienie rynków kapitałowych. Wszystkie wprowadzane rozwiązania prawne muszą być skoordynowane, aby przyniosły oczekiwany efekt⁸¹.

Teoria ścieżki zależności łączy oba podejścia. Pierwszy poziom zależności to uformowane struktury i instytucje w danym kraju, które wpływają na kształt założycielskich struktur własnościowych. Drugim poziomem zależności są reguły działania spółek ustalone przez prawodawstwo oraz tradycję⁸².

W świetle przedstawionych teorii historycznie występowała struktura skoncentrowana. Upowszechnienie instytucji zbiorowego inwestowania sprawiło, że pojawił się nowy typ właściciela – inwestor instytucjonalny. Struktury własnościowe zaczęły się rozpraszać. Na intensywność tego zjawiska wpływał stopień prawnej i zwyczajowej ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Jej wysoki poziom zachęcał do inwestowania w akcje spółek, dywersyfikowania portfela, zaangażowania w ład korporacyjny i odgrywania roli stabilnego akcjonariusza. Ignorowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych powodowało ich zniechęcenie, objawiające się skróceniem horyzontu inwestycyjnego i brakiem wykorzystania wewnętrznych kompetencji do rozwoju spółki.

1.4. Mechanizmy i modele teoretyczne ładu korporacyjnego

1.4.1. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w mechanizmy ładu korporacyjnego

Celem długoterminowym dla akcjonariuszy jest wzrost wartości spółki⁸³. Osiągnięcie tego celu jest możliwe m.in. wtedy, kiedy system nadzoru korporacyjnego nie tworzy nadmiernych barier biurokratycznych, ale zachęca zarządzających do kreatywności i rozsądnego podejmowania ryzyka. W tym celu formułowane są polityki oraz zasady jego funkcjonowania⁸⁴.

⁸¹ Ibidem, s. 92–93.

⁸² E. Pittroff, *Whistle-blowing regulation in different corporate governance systems: an analysis of the regulation approaches from the view of path dependence theory*, „Journal of Management and Governance”, December 2016, vol. 20, no. 4, s. 703–727.

⁸³ Zagadnieniu wartości poświęcono rozdział 2.

⁸⁴ M. Aluchna, op.cit., 2015, s. 23.

Na system ładu korporacyjnego składają się mechanizmy nadzorcze (monitoring i mechanizmy kontrolne) oraz mechanizmy motywacyjne i wiążące. Mechanizmy nadzorcze mogą być wewnętrzne – zalicza się do nich strukturę własności i głosów, radę, powiązania kapitałowe, kredytodawców, monitoring wewnętrzny w spółce oraz pracowników. Mechanizmy zewnętrzne to: rynek kapitałowy, rynek kontroli korporacji, rynek długu, rynek produktu, rynek talentów menedżerskich, regulacyjna rola państwa, kultura narodowa, praktyka gospodarcza, polityka informacyjna i przejrzystość, media. Natomiast mechanizmy motywacyjne i wiążące składają się z: wynagrodzeń, akcji, opcji na akcje, długoterminowych programów motywacyjnych oraz płatności odroczonej.

Wśród wymienionych mechanizmów istotną rolę odgrywa wspomniana w poprzednim podrozdziale struktura własności, która determinuje zakres wpływu poszczególnych akcjonariuszy na spółkę oraz pojawiające się problemy w relacjach pomiędzy akcjonariuszami oraz akcjonariuszami i menedżerami. Ponadto wpływa ona na poziom podejmowanego ryzyka, preferencje w finansowaniu przedsięwzięć, koszty agencji. Określony typ akcjonariuszy motywuje menedżerów do określonych zachowań (np. inwestorzy instytucjonalni sprzyjają większej transparentności)⁸⁵. Inwestorzy instytucjonalni (fundusze inwestycyjne i emerytalne, banki, zakłady ubezpieczeń) tradycyjnie uchodzą za nastawionych portfelowo do swoich inwestycji, czyli interesuje ich wzrost cen akcji i w konsekwencji osiągana stopa zwrotu. Rozwój firmy bywa dla nich drugorzędny⁸⁶. Do bardziej aktywnego zaangażowania również w działalność przedsiębiorstwa i nadzór nad nim zachęca transparentność w stosowaniu dobrych praktyk ładu korporacyjnego i skuteczność jego mechanizmów.

Inwestorzy instytucjonalni, będąc w akcjonariacie spółki, angażują się także w wewnętrzne mechanizmy nadzorcze. Biorą udział w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, gdzie uczestnicząc w głosowaniach mają wpływ na skład rady⁸⁷. Dotyczy to przede wszystkim członków niezależnych, których kandydatury zgłaszają we wnioskach na walnych zgromadzeniach. Członkowie niezależni w radzie reprezentują interesy wszystkich akcjonariuszy, w tym tych mniejszościowych, których wspierają w przestrzeganiu ich praw związanych z m.in. monitorowaniem działań menedżerów. W przypadku banków oraz zakładów ubezpieczeniowych inwestorzy instytucjonalni jako właściciele mogą pełnić też rolę kontrahentów

⁸⁵ Ibidem, s. 23–25.

⁸⁶ L. Kozioł, *Struktura własności i jej implikacje dla nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 221–230.

⁸⁷ Rady nadzorczej w systemie dwustopniowym i rady dyrektorów w systemie jednostopniowym.

– kredytodawców oraz ubezpieczycieli. Zyskują tym samym pełniejszy wgląd w działalność przedsiębiorstwa i wykorzystują swój potencjał biznesowy do wsparcia spółki, której akcje posiadają.

W zakresie zewnętrznych mechanizmów nadzorczych ładu korporacyjnego inwestorzy instytucjonalni są aktywni na rynku kapitałowym. Nabywają i zbywają akcje spółek na giełdach, wpływają na kształtowanie się ich cen oraz płynność tych walorów. Ponadto uczestniczą w emisjach akcji, czyli dostarczają kapitał bezpośrednio do przedsiębiorstwa (dotyczy to także zakupu obligacji). Ich aktywność ma także wpływ na postrzeganie spółki przez innych inwestorów oraz media, ponieważ uchodzą za podmioty profesjonalnie zajmujące się inwestowaniem. Kształtują zatem postrzeganie spółek przez opinię publiczną. Nierzadko ich wysokie wymagania dotyczące polityki informacyjnej i przejrzystości działają z korzyścią dla wszystkich akcjonariuszy mniejszościowych i stają się standardem rynkowym. W zakresie regulacji w tym obszarze inwestorzy instytucjonalni postrzegani są przez regulatorów jako partnerzy i doradcy.

Mechanizmy motywacyjne i wiążące leżą w gestii walnego zgromadzenia akcjonariuszy. W związku z tym inwestorzy instytucjonalni biorą udział w kształtowaniu menedżerskich wynagrodzeń, akcji, opcji na akcje, długoterminowych programów motywacyjnych oraz płatności odroczonej. Mogą nie tylko głosować, ale również składać wnioski w tych obszarach.

Podsumowując, inwestorzy instytucjonalni po nabyciu akcji spółki powinni wykorzystywać liczne mechanizmy ładu korporacyjnego, które umożliwiają skuteczną działalność nadzorczą. Pozwala im to przyczynić się do zwiększania wartości spółki.

1.4.2. Teoretyczne modele ładu korporacyjnego a działalność inwestorów instytucjonalnych

W świetle przedstawionych rozważań zadaniem ładu korporacyjnego jest przyczynianie się do wzrostu wartości spółki dla akcjonariuszy. Równocześnie przedsiębiorstwo powinno się harmonijnie rozwijać. Jest to możliwe przez ustanowienie właściwych zasad w relacjach wewnętrznych (pomiędzy organami), jak i zewnętrznych (w otoczeniu przedsiębiorstwa). Pełne zrozumienie różnych spojrzeń na pojęcie ładu korporacyjnego wymaga przeanalizowania koncepcji teoretycznych, które leżą u jego podstaw.

Ład korporacyjny i jego mechanizmy są przedmiotem badań naukowych i zostały ujęte w teoretyczne modele m.in. przez B. Trickera⁸⁸ w 2000 roku, który wyodrębnił cztery modele ładu korporacyjnego:

- prosty model finansowy,
- model odpowiedzialnego gospodarza,
- model interesariusza,
- model polityczny.

Prosty model finansowy zakłada, że celem ładu korporacyjnego jest stworzenie takich ram instytucjonalnych – zasad działania i motywacji – które sprawią, że menedżerowie będą działać w interesie właścicieli kapitału. Instrumentem, który ma zapewnić ten cel jest rada dyrektorów⁸⁹, reprezentująca interes akcjonariuszy. W tym modelu wyzwaniem stanowi tendencja do coraz większego rozdrobnienia akcjonariatu oraz rosnące znaczenie inwestorów instytucjonalnych, co w znacznym stopniu utrudnia identyfikację i realizację interesów realnych właścicieli kapitału (np. posiadaczy jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych lub emerytalnych)⁹⁰, wykluczonych ze sprawowania nadzoru korporacyjnego. Tę rolę przejmują inwestorzy instytucjonalni jako pośrednicy. W zależności od posiadanego udziału w kapitale akcyjnym są oni bardziej lub mniej zaangażowani w nadzór korporacyjny. Ewentualne porozumienia między inwestorami napotykają nierzadko na ograniczenia prawne i nie są efektywne. Podsumowując, duże rozdrobnienie akcjonariatu instytucjonalnego oraz częsta bierność sprawiają, że menedżerowie zyskują dzięki tym procesom dużo większą swobodę i nie zawsze działają w interesie właścicieli kapitału, co prowadzi do realizacji konfliktu agencji (teoria i konflikt agencji zostały opisane szerzej w podrozdziale 1.5.1). Jest on dodatkowo potęgowany przez asymetrię informacji pomiędzy obiema grupami.

Model odpowiedzialnego gospodarza zakłada, że menedżerowie są motywowani do działania potrzebą osiągnięć i poczuciem odpowiedzialności. Rada dyrektorów (niezależnych)⁹¹ jest według tego modelu nieskuteczna, gdyż kadra zarządzająca nie wymaga kontroli, a jedynie doradztwa⁹². W tym modelu inwestorzy instytucjonalni stanowią grupę ekspertów, która blisko współpracuje z menedżerami oraz radą i angażuje się w rolę doradców. Model ten wpisuje się w koncepcję teorii zarządcy (teoria zarządcy została opisana szerzej w podrozdziale 1.5.2).

⁸⁸ B. Tricker, *Corporate Governance (History of Management Thought)*, Ashgate, 2000.

⁸⁹ W systemie jednopoziomowym, rada nadzorcza w systemie dwupoziomowym.

⁹⁰ K. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 37–38.

⁹¹ W systemie jednopoziomowym, rada nadzorcza w systemie dwupoziomowym.

⁹² K. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 39.

Model interesariusza, oparty na teorii interesariusza (teoria opisana w podrozdziale 1.5), zakłada, że przedsiębiorstwo powinno służyć otoczeniu, a nie tylko właścicielom. Spółka (przedsiębiorstwo) jest uważana zatem za system interesariuszy, a jej celem jest tworzenie dla nich bogactwa. Jest to możliwe wtedy, gdy wszystkie podmioty ponoszące koszty i kontrolujące zasoby będą zmotywowane w podobny sposób jak właściciele. Rada dyrektorów i menedżerowie mają respektować interes wszystkich i pomnażać dla nich bogactwo⁹³. Inwestorzy instytucjonalni wraz z innymi właścicielami w tym modelu stanowią jedną z grup interesariuszy, których interes powinien być realizowany przez spółkę. Najważniejsza dla nich jest wymierna wartość spółki i osiągnięty zysk z inwestycji, co w tym modelu musi zostać pogodzone z celami pozostałych interesariuszy.

Model polityczny stawia w centrum ustawodawstwo krajowe, które reguluje przywileje grup tworzących władze korporacji. Dystrybucja korzyści zależna jest od decyzji legislacyjnych i politycznych i ewoluuje w czasie⁹⁴. Inwestorzy instytucjonalni stanowią grupę akcjonariuszy, których działalność zwykle regulowana jest przez prawodawstwo krajowe. Poza tym posiadają oni własne regulaminy i polityki inwestycyjne. Legislacje krajowe zwykle skupiają się na zapewnieniu ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych w ładzie korporacyjnym, co sprzyja zaangażowaniu inwestorów instytucjonalnych w nadzór.

Wszystkie wspomniane modele bazują na ogólnie przyjętych koncepcjach teoretycznych dotyczących natury ludzkiej, otoczenia biznesowego oraz celów przedsiębiorstwa i prezentują różnorodne postrzeganie ładu korporacyjnego.

1.5. Teorie ładu korporacyjnego

Ład korporacyjny zostanie przedstawiony w kontekście założeń nowej ekonomii instytucjonalnej. S. Rudolf⁹⁵ podkreśla, że ekonomia głównego nurtu nie poświęca wystarczająco dużo uwagi procesom podejmowania decyzji w spółkach, przeprowadzania zmian oraz podmiotom, które uczestniczą w tych procesach. Teorie, należące do ekonomii instytucjonalnej, prezentują te procesy jako grę społeczną organizacji i instytucji.

⁹³ Ibidem, s. 40.

⁹⁴ Ibidem, s. 41.

⁹⁵ S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 159–177.

Różnorodność podejść do koncepcji ładu korporacyjnego ma swoje podstawy w wielości teorii ekonomicznych, które stanowią bazę do rozważań tej tematyki. Większość badań naukowych przedstawia teorię agencji jako kluczową w tym obszarze nauki. Popularność zdobywa również teoria zarządcy oraz inne pokrewne koncepcje.

Teoria agencji skupia się na problemie oddzielenia własności i kontroli oraz na powstającym konflikcie interesów, gdy agent zostaje zobowiązany do wykonywania zleceń pryncypała. Podstawą relacji pomiędzy pryncypałem (właścicielem kapitału) a agentem (menedżerem w przedsiębiorstwie) jest zawarty kontrakt. Stanowi on odpowiedź na konflikt agencji, który pojawia się, gdy pryncypał traci realny wpływ na przedsiębiorstwo na rzecz agenta⁹⁶. W relacji między tymi dwoma podmiotami problem stanowi asymetria informacji – każdy z nich dysponuje innym zestawem informacji i wiedzy o spółce. Przez to żadnego nie cechuje pełnia racjonalności działania. Dodatkowo agent ma skłonność do działania we własnym interesie, zaniedbując interesy pryncypała⁹⁷.

Teoria zarządcy każe natomiast postrzegać menedżerów jako osoby skłonne do współpracy z właścicielami kapitału w celu osiągnięcia wspólnych korzyści. Główną motywacją jest dla nich potrzeba sukcesu i chęć samorealizacji. Wierzą, że zgodne działanie ku wspólnym interesom przyniesie obu stronom korzyści w długim okresie⁹⁸.

Teoria agencji i teoria zarządcy stanowią podstawę rozważań o stosunkach pomiędzy właścicielami i menedżerami w przedsiębiorstwach, również w kontekście roli inwestorów instytucjonalnych. Teorie te zostały szczegółowo opisane w dalszych podrozdziałach. Jednakże istnieją też inne teorie, które są związane z ładem korporacyjnym i relacjami między wyżej wymienionymi interesariuszami.

Teoria kosztów transakcyjnych umieszcza transakcję w centrum działalności gospodarczej i zakłada, że zawsze istnieją koszty transakcyjne. Transakcja może być zewnętrzna lub wewnętrzna (wewnątrz organizacji) – do skutku dochodzi ta, która jest najefektywniejsza (o najniższych kosztach transakcyjnych). Kosztami transakcyjnymi są koszty koordynacji oraz koszty motywowania. Te pierwsze związane są z samą transakcją (gromadzenie informacji, komunikacja, koszt utraconych możliwości). Koszty motywowania związane są z asymetrią informacji. Wysokość kosztów transakcyjnych zależy od specyfiki aktywów, złożoności transakcji i możliwości jej kontrolowania, częstotliwości transakcji, powiązań między

⁹⁶ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 144–147.

⁹⁷ I. Postuła, op.cit., s. 62–63.

⁹⁸ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 148.

dokonywanymi transakcjami. Wysokie koszty transakcyjne na rynku zewnętrznym sprawiają, że realizacja transakcji przenosi się często w obręb organizacji (transakcje wewnętrzne)⁹⁹. Dla inwestorów instytucjonalnych jako właścicieli ważne są wyniki finansowe spółki, gdyż od tego zależy jej zdolność do wzrostu wartości, dlatego ograniczanie kosztów transakcyjnych powinno leżeć w ich interesie. Z drugiej strony, transakcje wewnętrzne bywają nietransparentne dla akcjonariuszy mniejszościowych, niemających pełnej wiedzy o działalności spółki, dzięki czemu mogą prowadzić do nadużyć.

Teoria praw własności zakłada, że firma jest zbiorem aktywów oraz praw do zarządzania nimi (kontroli i wykorzystania). Prawa do kontroli rezydualnej decydują o sile przetargowej właścicieli. Ograniczenie w wykonywaniu prawa własności stanowią koszty transakcyjne (np. koszty pozyskiwania i analizy informacji) – zbyt wysokie powodują zawieszenie wykonywania tych praw. Nierównomierny rozkład praw własności prowadzi do sytuacji, gdy posiadaczom ich niewielkiej części nie opłaca się korzystać z nich, a pozostali uczestnicy na tym zyskują (tzw. jazda na gapę). W teorii praw własności analizowana jest optymalna alokacja tych praw, która umożliwia ich najefektywniejsze wykonywanie¹⁰⁰. Dla inwestorów instytucjonalnych korzystanie z praw własności wiąże się często z wysokimi kosztami transakcyjnymi – posiadane udziały w spółce są zbyt niskie, żeby móc realnie wpływać na decyzje. Prowadzi to do nadużywania pozycji właścicieli pakietów większościowych i zaniedbywania praw mniejszości.

Teoria sygnałów oparta jest na problemie asymetrii informacji. Menedżer, który działa na korzyść właściciela, dąży do zredukowania asymetrii informacji. Ma to również zastosowanie np. w odniesieniu do komunikacji względem pracowników lub potencjalnych pracowników. Dzieje się to przez wysyłanie różnorodnych sygnałów – np. wypłatę wyższej lub niższej dywidendy, powołanie kobiety w skład rady¹⁰¹. Sygnałem dla właścicieli może być też wybór przez menedżera określonej opcji w kontrakcie (np. dotyczącej stałości lub zmienności wynagrodzenia w kontekście przewidywań menedżera przyszłych zysków). Redukcja asymetrii informacji następuje również przez zatrudnianie zewnętrznych audytorów¹⁰². W świetle teorii sygnałów, inwestor instytucjonalny zyskuje dodatkowe źródło wiedzy o spółce, interpretując przekazywane przez nią sygnały. Stanowi on również źródło sygnałów jako podmiot profesjonalnie działający na giełdzie. Decyzja

⁹⁹ O. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

¹⁰⁰ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 34.

¹⁰¹ Ibidem.

¹⁰² I. Postuła, op.cit., s. 84.

inwestycyjna o zakupie akcji danej spółki sugeruje innym uczestnikom rynku, że spółka ta w przyszłości powinna osiągać wysokie stopy zwrotu¹⁰³.

Teoria interesariuszy zakłada, że spółki powinny kreować wartość nie tylko dla akcjonariuszy, ale dla wszystkich interesariuszy: klientów, pracowników, menedżerów, kredytodawców, lokalnej społeczności, państwa. Identyfikacja interesariuszy powinna przebiegać poprzez określenie, kto ma istotny wpływ na cele spółki i pozostaje pod jej wpływem. Skrajne rozumienie tej teorii wskazuje, że przedstawiciele poszczególnych grup interesariuszy powinni zasiadać w radzie. Teoria interesariuszy jest krytykowana, ponieważ nie wskazuje jak należy zrównoważyć obowiązki, odpowiedzialność i władzę między interesariuszami oraz rozwiązywać potencjalne konflikty celów. W praktyce równowaga ta jest osiągnięta przez umiejętne formułowanie ogólnych celów przedsiębiorstwa¹⁰⁴. Zwiększanie wartości dla interesariuszy prowadzi bowiem do zwiększenia wartości spółki dla akcjonariuszy¹⁰⁵. Inwestorzy instytucjonalni pełnią rolę właścicieli, którym zależy na wzroście wartości spółki dla akcjonariuszy. Rozumieją oni rolę interesariuszy i ich wpływ na wartość, więc starają się przyczynić do respektowania ich praw i celów.

Teoria hegemonii menedżerskiej zakłada, że menedżerowie są kompetentni, posiadają informacje niedostępne dla innych i powinni samodzielnie sprawować kontrolę nad przedsiębiorstwem. Rada i inne organy mają jedynie im ułatwiać działanie¹⁰⁶. Menedżerowie uważający się za elitę biznesową są w stanie całkowicie zdominować spółkę oraz jej powiązania zewnętrzne. Dotyczy to również członków rad (niezależnych), którzy często rekomendowani są przez menedżerów, a następnie obawiają się im przeciwstawić¹⁰⁷. Menedżerowie mający swobodę w działaniu często zapominają o interesach akcjonariuszy, w tym inwestorów instytucjonalnych, którzy zazwyczaj posiadają mniejszościowe pakiety akcji. Skupieni są bowiem na własnej działalności i osiąganiu własnych celów. W wielkich korporacjach dążą do maksymalnego zwiększania dyspozycyjnej władzy w wydatkach, w szczególności na kosztowne, niestandardowe projekty. Takie koszty trudno oszacować i kontrolować, co daje menedżerom poczucie władzy, ale prowadzi często do obniżenia wartości dla akcjonariuszy. Jest to typowe w rozproszonej strukturze własności¹⁰⁸.

¹⁰³ S.L. Gillan, L.T. Starks, *Institutional Investors, Corporate Ownership, and Corporate Governance: Global Perspectives*, WIDER, 2002.

¹⁰⁴ L. Bohdanowicz, *Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 34–35.

¹⁰⁵ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 28–29.

¹⁰⁶ Ibidem.

¹⁰⁷ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 35–37.

¹⁰⁸ T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 183.

Podejście rynków finansowych skupia się na analizie alokacji zasobów i zarządzania ryzykiem na rynkach finansowych. Istnieją dwa modele. Pierwszy zakłada, że inwestorzy i akcjonariusze stanowią bardzo liczną grupę indywidualnych osób, a zatem tworzą bardzo rozdrobnioną strukturę własności spółki. W celu zapewnienia należytej informacji o spółce konieczne są regularne publikacje. W tym przypadku kontrola sprawowana jest zewnętrznie przez rynek. Inwestorzy zwykle nastawieni są na duże wahania zysków/strat. Drugi model zakłada, że na rynku są instytucje pośredniczące w inwestowaniu, które posiadają pakiety akcji. Spółki zatem prowadzą politykę informacyjną skierowaną do węższego grona inwestorów. Ponadto instytucje pośredniczące ograniczają ryzyko przez dywersyfikację portfeli, przez co nie są narażone na duże skoki zysków i strat. Nadzór jest w praktyce wykonywany przez efektywną alokację zasobów¹⁰⁹. Inwestorzy instytucjonalni są podmiotami pośredniczącymi w inwestowaniu i specjalizują się w zarządzaniu portfelem akcyjnym, dywersyfikują go i starają się pozyskiwać jak najwięcej informacji o działalności spółek, są zatem instytucjami zbliżonymi do drugiego modelu. Wyróżnia je to, że są akcjonariuszami mniejszościowymi i w razie niezadowolienia mogą pozbywać się pakietów akcji bez znaczącego wpływu na ich cenę.

Podsumowując, wszystkie wspomniane teorie stanowią podstawę do analizy stosunków pomiędzy menedżerami a właścicielami w przedsiębiorstwach i są inspiracją do tworzenia efektywnych systemów ładu korporacyjnego (*corporate governance*). W dalszej części rozdziału szczegółowo omówione zostaną teoria agencji i teoria zarządcy, gdyż stanowią one podstawowy kontekst działalności inwestorów instytucjonalnych jako posiadaczy akcji spółek giełdowych.

1.5.1. Konflikt i teoria agencji

1.5.1.1. Teoria agencji w badaniach naukowych

Motywacją do tworzenia efektywnych systemów *corporate governance* jest tzw. konflikt agencji. Zauważył to już A. Smith¹¹⁰, który twierdził, że rozdzielnie właściciele od zarządzających przedsiębiorstwem w nieunikniony sposób prowadzi do nieefektywności, ponieważ inne cele ma właściciel¹¹¹, a inne tymczasowo zarządzający menedżer. W przypadku niepowodzenia przedsięwzięcia, większe ryzyko

¹⁰⁹ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 30.

¹¹⁰ A. Smith, *The Wealth of Nations*, Methuen & Co, London 1776/1904.

¹¹¹ W prowadzonych rozważaniach o teorii agencji właściciel będzie nazywany również pryncypałem lub akcjonariuszem.

ponosi menedżer¹¹², który jest całkowicie finansowo zależny od zajmowanego stanowiska. Natomiast właściciel często dywersyfikuje ryzyko inwestycyjne i zaangażowanie aktywów. Mimo że właściciel bierze pod uwagę korzyści długookresowe, a menedżer tylko bieżące wyniki, to zarządzający mają tendencję do przeinwestowywania. Akcjonariusze zazwyczaj dążą do otrzymania dywidendy, szczególnie wtedy, kiedy rozważane inwestycje nie będą wystarczająco rentowne, by pokryć koszt kapitału. Nieefektywność gospodarowania menedżerów prowadzi do zmniejszenia wartości przedsiębiorstwa, a zatem do niższych zysków dla właścicieli. Nierzadko menedżerowie starają się zatajać decyzje, które przynoszą im korzyści, a są szkodliwe dla firmy. Istniejąca asymetria informacyjna między stronami sprawia, że właściciele nie są w stanie szybko zareagować na nieprawidłowości.

Teoria agencji została szczegółowo opisana w opracowaniach W.H. Mecklinga i M.C. Jensena, którzy zwrócili uwagę na rozbieżne interesy właścicieli i menedżerów. W swoim modelu założyli oni, że pomiędzy tymi dwoma grupami istnieje asymetria informacji oraz ryzyko działania we własnym interesie. Wprawdzie obie strony zawierają kontrakt na początku współpracy, to jednak menedżerowie kontrolują przedsiębiorstwo (przewaga w dostępie do informacji) w sytuacjach nieopisanych w umowie. Ze względu na skłonności do działań zgodnych z własnym interesem menedżerowie mają wiele okazji do postępowania na niekorzyść zleceniodawców. Dbając o realizację własnych celów, właściciele ponoszą koszty agencji, czyli związane z konstrukcją kontraktów menedżerskich, monitorowania działań agentów oraz stworzenia instrumentów zachęcających do działania zgodnie z interesem akcjonariuszy¹¹³.

Upowszechnienie badań nad teorią agencji wiązało się ze wzrostem transnarodowych korporacji oraz oddzieleniem roli właścicieli od zarządu, co było napędzane szybkim rozwojem rynków kapitałowych. Pojawiła się również szeroka grupa inwestorów, których cechowała coraz większa aktywność. Amerykańskie prawodawstwo charakteryzowało się też tworzeniem barier dla rozwoju akcjonariatu bankowego i instytucjonalnego¹¹⁴. Teoria agencji jest zatem typowa dla anglosaskiego systemu ładu korporacyjnego i rozproszonej struktury własności. Zauważyli to A. Berle i G. Means¹¹⁵, którzy już w 1932 roku twierdzili, że wraz z industrializacją i rozwojem rynków następuje oddzielenie własności i kontroli.

¹¹² Inne określenia w rozważaniach o teorii agencji: agent, zarządzający.

¹¹³ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, no. 4.

¹¹⁴ M. Aluchna, *Mechanizmy Corporate Governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007, s. 36–37.

¹¹⁵ A. Berle, G. Means, *The modern corporation and private property*, Macmillan, Nowy Jork 1932.

E. Fama i M. Jensen tłumaczyli problemy agencji niemożnością czerpania korzyści przez agenta z wypracowanych przez siebie zysków. Agenci (menedżerowie) szukają zatem sposobów na większą partycypację w tych korzyściach¹¹⁶. W tym kontekście J. Tirole¹¹⁷ opisuje następujące strategie menedżerów:

- strategię własnych korzyści (dokonywanie transakcji samych z sobą),
- strategię okopywania się (działania asekuracyjne),
- strategię niewystarczających wysiłków (przeznaczanie niewystarczającego czasu na realizację zadań menedżerskich),
- strategię ekstrawaganckich inwestycji (korporacyjne imperia, luksus)¹¹⁸.

K. Eisenhardt zauważyła nie tylko konflikt interesów pomiędzy pryncypałem a agentem, ale również problem z oceną i monitorowaniem działań agenta. Również podejście do ryzyka jest odmienne u każdej ze stron. Teoretyczne ramy teorii agencji zakładają, że wszyscy uczestnicy kierują się ograniczoną racjonalnością oraz niepełną informacją (dodatkowo wzmocnioną przez asymetrię informacji). Ponadto dążą oni do realizacji własnych interesów, które często się ze sobą sprzeczne¹¹⁹.

Teoria agencji stanowi pole badań naukowych, zarówno w obszarze teoretycznym, jak i empirycznym. Dalsza część podrozdziału traktuje o różnorodnych aspektach tej teorii.

1.5.1.2. Konflikt agencji

Konflikt agencji stanowi podwaliny teorii agencji i ma swoje źródło w konflikcie interesów pomiędzy właścicielami i menedżerami. Badania na ten temat są prowadzone w następujących obszarach:

- pokusa nadużycia,
- zatrzymywanie zysków,
- horyzont czasu,
- awersja do ryzyka menedżerów¹²⁰.

¹¹⁶ E. Fama, M. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 301–325.

¹¹⁷ J. Tirole, *The theory of corporate finance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey 2006, s. 16–17.

¹¹⁸ I. Koładkiewicz, *Rady nadzorcze: dobre praktyki ładu korporacyjnego, doświadczenia polskie i zagraniczne*, Poltext, Warszawa 2013, s. 35–36.

¹¹⁹ K. Eisenhardt, *Agency theory: An assessment and review*, „Academy of Management Review” 1989, vol. 14, no. 1, s. 57–74.

¹²⁰ I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, *Agency Theory: Incomplete contracting and ownership structure*, [w:] H. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010, s. 141–156.

Pokusa nadużycia została opisana przez M.C. Jensena i W.H. Mecklinga¹²¹. Menedżerowie (agenci), wraz ze spadkiem ich udziału w akcjonariacie spółki, mają tendencję do preferowania osiągania własnych korzyści (np. nadzwyczajnej premii) niż podejmowania inwestycji, która mogłaby przynieść wysoki zwrot (*Return on Investment* – zwrot z inwestycji) spółce. Menedżerowie mają też tendencję do inwestowania w przedsięwzięcia, które najbardziej odpowiadają ich osobistym kompetencjom, a niekoniecznie przynoszą optymalne korzyści spółce. Podejmowanie takich inwestycji sprawia, że menedżer często staje się niezastąpiony (główne inicjatywy w spółce odpowiadają dokładnie jego kompetencjom), co zwiększa koszty jego ewentualnej wymiany¹²². Pokusa nadużycia w tej postaci występuje przede wszystkim w spółkach o rozproszonym akcjonariacie oraz w dużych spółkach, które mimo zwiększonego nadzoru ze strony regulatorów, analityków itp. generują bardzo wysokie koszty monitorowania¹²³. Według S. Rosensteina i J. Wyatta¹²⁴ pokusa nadużycia wzrasta, gdy zmniejsza się zaangażowanie menedżerów. Ich badania wskazały, że powołanie członka zarządu jednej spółki do zarządu innej spółki powoduje spadek cen akcji – inwestorzy zakładają, że będzie on poświęcał odpowiednio mniej czasu na wypełnianie dotychczasowych obowiązków.

Zatrzymywanie zysków stanowi kolejne źródło konfliktu agencji. Menedżerowie są skłonni do dokonywania nadmiernych inwestycji kosztem dywidend dla akcjonariuszy. Wiąże się to z pozytywną korelacją wysokości wynagrodzenia i wielkości przedsiębiorstwa, a także ze wzrostem prestiżu¹²⁵. Przeinwestowanie sprzyja dywersyfikacji działalności spółki. Jednakże badania naukowe dowodzą, że powoduje to spadek wartości spółki dla akcjonariuszy (spadek cen akcji). Właściciele wyżej cenią sobie racjonalne zarządzanie gotówką i ewentualne wypłaty dywidend niż ciągłe inwestycje, często mało opłacalne (np. przejęcia). Zatrzymywanie zysków powoduje też brak zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne, co ogranicza zewnętrzny nadzór nad spółką¹²⁶.

Kolejnym źródłem konfliktu agencji jest różny horyzont czasowy pryncypała i agenta. Akcjonariusze przyjmują horyzont długookresowy – interesują ich wszystkie przyszłe przepływy pieniężne, które są zdyskontowane w aktualnej cenie akcji. Natomiast menedżerowie skupiają się na działalności w okresie ich

¹²¹ M.C. Jensen, W.H. Meckling, op.cit.

¹²² A. Shleifer, R. Vishny, *Management entrenchment: The case of manager-specific investments*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 25, no. 1, s. 123–139.

¹²³ I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, op.cit.

¹²⁴ S. Rosenstein, J. Wyatt, *Shareholder wealth effects when an officer of one Corporation joins the board of directors of another Corporation*, „Managerial Decision Economics” 2006, vol. 15, no. 4, s. 317–327.

¹²⁵ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 22.

¹²⁶ I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, op.cit.

zatrudnienia. Tym samym mogą preferować projekty krótkoterminowe z wysokimi stopami zwrotu w ujęciu księgowym, zamiast wybierać te o pozytywnej (a najlepiej najwyższej) wartości bieżącej netto (*Net Present Value*) w długim okresie¹²⁷. Przykładowo P. Dechow i R. Sloan zauważyli, że menedżerowie zmniejszają wydatki na badania i rozwój (R&D – Research & Development), zbliżając się do wieku emerytalnego. Krótkookresowo te wydatki powodują obniżenie wynagrodzenia menedżerów, opartego na wynikach spółki. Kończący zatrudnienie nie są natomiast beneficjentami długoterminowych zysków z podejmowanych obecnie inwestycji R&D¹²⁸. P. Healy natomiast twierdzi, że przewidywany czas pełnienia funkcji zachęca menedżerów do stosowania kreatywnej księgowości w celu maksymalizacji bonusów z tytułu dobrych wyników spółki¹²⁹.

Awersja do ryzyka wśród menedżerów spowodowana jest tym, że angażują cały swój czas i kapitał ludzki w pracę dla jednej firmy, podczas gdy inwestorzy-właściciele mają możliwość dywersyfikacji portfela. Menedżerowie narażeni są zarówno na ryzyko systematyczne, jak i na ryzyko specyficzne dla danej spółki. Chcąc zapewnić sobie bezpieczeństwo, ograniczają ryzyko inwestycyjne związane z przedsięwzięciami w spółce¹³⁰. Dotyczy to przede wszystkim menedżerów, którzy otrzymują stałe pensje oraz posiadają specyficzne dla danej firmy umiejętności. Chętniej korzystają oni z finansowania kapitałowego niż dłużnego, gdyż to drugie rozwiązanie bardziej naraża spółkę na bankructwo¹³¹. Kłopoty finansowe i bankructwo sprawiają, że prezes firmy po takich problemach nie jest już w stanie znaleźć pracy na podobnym stanowisku w spółce giełdowej¹³².

Skuteczne systemy planowania i kontroli w przedsiębiorstwie oraz efektywne systemy informacyjne pozwalają na mitygowanie skutków konfliktu agencji. Przykładowo pryncypał może kontrolować agenta przez nawiązanie kontaktu i zebranie opinii od głównych klientów firmy. W zależności od rzeczywistej możliwości obserwacji poczynań agenta pryncypał powinien skupiać się albo na jego zachowaniach, albo na wypracowywanych wynikach finansowych¹³³.

¹²⁷ Ibidem.

¹²⁸ P. Dechow, R. Sloan, *Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation*, „Journal of Accounting and Economics” 1991, vol. 14, no. 1, s. 51–89.

¹²⁹ P. Healy, *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, „Journal of Accounting and Economics” 1985, vol. 7, no. 1–3, s. 85–108.

¹³⁰ M. Jensen, 1986, op.cit.

¹³¹ M. Brennan, *Corporate finance over the past 25 years*, „Financial Management” 1995, vol. 24, no. 2, s. 9–22.

¹³² S. Gilson, *Management turnover and financial distress*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 25, no. 2, s. 241–262.

¹³³ T. Hess, *Netzwerkcontrolling: Instrumente und ihre Werkzeugunterstützung*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2002.

Łagodzenie konfliktu agencji pozwala na efektywniejsze zarządzanie spółką i odbywa się przez zawieranie kontraktów pomiędzy pryncypałem i agentem.

1.5.1.3. Kontrakty

Elementem badań nad teorią agencji jest zagadnienie budowy kontraktów pomiędzy obiema grupami – stronami w konflikcie agencji – które kierują się własnymi interesami. M. Jensen i C. Smith¹³⁴ wskazują, że celem tych kontraktów powinna być minimalizacja kosztów zarządzania nimi. Kontrakty są budowane w oparciu o analizę poziomu niepewności, awersji do ryzyka, dostępnych informacji oraz osiąganych wyników u obu stron konfliktu agencji. Na tej podstawie ustalane jest wynagrodzenie, które jest zależne od natężenia konfliktu interesów, natężenia awersji do ryzyka, systemu informacyjnego, możliwości określania zadań i mierzenia wyników, niepewności osiągnięcia oczekiwanych rezultatów oraz długości trwania kontraktu.

Spisanie kontraktu prowadzi do redukcji ryzyka oraz ustalenia sposobów zachowania pryncypała i agenta. Z drugiej strony pojawiają się problemy agencji, które wynikają z natury ludzkiej oraz z warunków działania w czasie. Dzięki delegowaniu obowiązków, agent ma dużą swobodę działania. Nie zawsze jego poczynania są zbieżne z interesami pryncypała – pojawia się pokusa nadużycia. Menedżer (agent) może ukrywać swoje działania lub ukrywać informacje przed pryncypałem. Przejawia się to na przykład w nadmiernym zwiększaniu kosztów administracyjnych, związanych np. z podróżami służbowymi menedżerów¹³⁵. Takie zachowanie agentów jest możliwe, ponieważ nie ma możliwości spisania kontraktu kompletnego¹³⁶. W razie nieprzewidzianych w kontrakcie zdarzeń zwykle prawo do kontroli rezydualnej (podjęcia decyzji) jest w gestii menedżerów (agentów), to sprawia, że konflikt agencji i działanie we własnym interesie mogą jeszcze się wzmocnić.

Spisywanie kontraktów, ich egzekucja i niekompletność sprawiają, że nie można uniknąć kosztów agencji.

¹³⁴ M. Jensen, C. Smith, *Stockholder, manager and creditor interest: Applications of agency theory*, [w:] E. Altman, M. Subrahmanyam (eds.), *Recent advances in corporate finance*, Dow-Jones Irwin, 1985.

¹³⁵ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 41.

¹³⁶ A. Shleifer, R. Vishny, *A survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance”, Jun 1997, vol. 52, no. 2, s. 737–783.

1.5.1.4. Koszty agencji

Problemy agencji są źródłem kosztów agencji – powstają one wtedy, kiedy praca jest zlecona menedżerom (agentom), a zawarte kontrakty są niekompletne. Wyróżnia się następujące koszty agencji:

- koszty monitorowania,
- koszty powiązania,
- straty rezydualne¹³⁷.

Koszty monitorowania wiążą się z nadzorem nad menedżerami (agentami) – obserwowaniem, mierzeniem i kontrolowaniem ich działań. Koszty te ponosi najpierw pryncypał, a następnie są one transferowane na agenta (przez dostosowanie wynagrodzenia). Efektywność monitorowania zależy od wiedzy i doświadczenia osób monitorujących oraz odpowiedniego ich wynagradzania¹³⁸. Wysokie koszty monitorowania mają na celu redukcję konfliktu interesów pomiędzy obiema stronami¹³⁹, jednak nadmierny nadzór i kontrola ograniczają menedżerów w podejmowaniu własnej inicjatywy i działań przedsiębiorczych, co przynosi szkodę spółce – pryncypał (właściciel akcji) nie posiada bowiem całości informacji o bieżącej sytuacji i nadarżających się szansach biznesowych w spółce¹⁴⁰.

Koszty powiązania powstają w wyniku konieczności stworzenia przez menedżerów struktur, dzięki którym będzie można udowodnić, że działają oni w interesie właścicieli (pryncypałów), np. systemu raportowania dla akcjonariuszy¹⁴¹. Koszty powiązania są ponoszone przez agenta i zależą od wysiłków pryncypała związanych z monitorowaniem (krańcowy spadek kosztu monitorowania jest równy krańcowemu wzrostowi kosztów powiązania)¹⁴².

Straty rezydualne to związane z nieoptymalnymi kontraktami menedżerskimi straty netto wynikające z istniejącego konfliktu interesów. Strata rezydualna jest pokłosiem niekompletności kontraktów – menedżerowie zawsze w jakimś stopniu realizują własne interesy¹⁴³.

Opisane koszty są związane z kapitałem, ponieważ są wynikiem istniejącej rozdzielności właściciela kapitału i zarządzającego spółką. Właściciel kapitału jest

¹³⁷ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 20–21.

¹³⁸ D. Denis, D. Denis, A. Sarin, *Agency problems, equity ownership, and corporate diversification*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, no. 1, s. 135–160.

¹³⁹ E. Fama, M. Jensen, op.cit.

¹⁴⁰ M. Burkart, D. Gromb, F. Panunzi, *Large shareholders, monitoring, and value of the firm*, „Quarterly Journal of Economics” 1997, vol. 112, no. 3, s. 693–728.

¹⁴¹ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 21.

¹⁴² I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, op.cit.

¹⁴³ Ibidem.

jednocześnie właścicielem roszczeń rezydualnych¹⁴⁴, czyli korzyści/strat wypracowywanych przez spółkę. Stąd jego wydatki jako menedżera są optymalne w stosunku do osiągniętych zysków – użyteczność krańcowa jednej jednostki wydatków jest równa użyteczności krańcowej jednej dodatkowej jednostki zysku. Im mniejsza część kapitału należy do zarządzającego (np. tylko 10%), tym bardziej zmienia się nachylenie jego krzywej obojętności – krańcowa użyteczność z jednej jednostki wydatków jest równa krańcowej użyteczności odpowiednio pomniejszonej jednostki zysku (w tym przypadku jest to 0,10 jednostki zysku)¹⁴⁵. Podsumowując, im niższy poziom udziałów w kapitale spółki, tym większa skłonność menedżerów do konsumpcji korzyści pozapieniężnych i generowania kosztów z tym związanych¹⁴⁶.

Innym rodzajem kosztów agencji są koszty związane z gotówką. Menedżerowie, którzy dysponują wolną gotówką, często ulegają pokusie podejmowania inwestycji pomimo niezadowolającej stopy zwrotu z tych przedsięwzięć. Jest to spowodowane chęcią powiększenia swojego imperium, a w rezultacie wynagrodzenia i prestiżu. Wartość firmy, liczona wskaźnikiem Q Tobina, jest wtedy niedoszacowana, a kursy akcji spadają¹⁴⁷.

Reasumując, koszty agencji występują zawsze, jeżeli występuje rozdzielenie własności i kontroli w spółce. Jednakże skuteczne przestrzeganie norm ładu korporacyjnego pozwala na ich minimalizowanie i zapewnia spółce konkurencyjność na rynku¹⁴⁸.

1.5.1.5. Rodzaje konfliktu agencji – szersze ujęcie

Konflikt agencji może być również rozumiany w szerszym znaczeniu. Pierwotnie wskazywano na konflikt agencji, który wynika z rozdzielenia kontroli (pryncypał) i zarządzania (agent). S. Zahra i J. Pearce¹⁴⁹ stwierdzili, że teoria ta nie jest uniwersalna, a E. Fama i M. Jensen¹⁵⁰ zauważyli, że konflikt agencji jest charakterystyczny dla sytuacji, gdy jedna strona zleca zadanie drugiej stronie.

¹⁴⁴ Roszczenia rezydualne związane są z ryzykiem pomiędzy przychodami spółki a płatnościami należącymi się menedżerom (agentom).

¹⁴⁵ M. Jensen, W. Meckling, op.cit.

¹⁴⁶ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 45–46.

¹⁴⁷ M. Jensen, *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1986, vol. 76, no. 2.

¹⁴⁸ P. Witt, *Corporate Governance – Systeme im Wettbewerb*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2003.

¹⁴⁹ S. Zahra, J. Pearce, *Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model*, „Journal of Management” 1989, vol. 15, no. 2, s. 291–334.

¹⁵⁰ E. Fama, M. Jensen, op.cit.

W kontekście struktury własności istnieją trzy podstawowe konflikty agencji: klasyczny – pomiędzy właścicielami a menedżerami, konflikt pomiędzy właścicielami dominującymi a mniejszościowymi oraz pomiędzy właścicielami i kredytodawcami¹⁵¹. Źródłami tych konfliktów są: rozbieżne podejście do ryzyka, horyzont czasowy działania oraz inne cele. W zależności od struktury własności występuje:

- konflikt pomiędzy właścicielami i menedżerami w przypadku rozproszonej struktury akcjonariatu,
- konflikt pomiędzy akcjonariuszem większościowym i mniejszościowymi dla skoncentrowanej struktury własności.

Klasyczny konflikt agencji pomiędzy właścicielami i menedżerami charakteryzuje tzw. konflikt agencji typu I i posiada przytoczone we wcześniejszej części podrozdziału właściwości. Jest on charakterystyczny dla rynków z rozproszoną strukturą własności (np. krajów anglosaskich¹⁵²). W rozproszonej strukturze własności władza menedżerów jest tym bardziej znacząca, że akcjonariusze udzielają pełnomocnictw do głosowania (często zgodnie z wolą zarządu). Ponadto kompetencje menedżerów dotyczą również decyzji o emisji akcji oraz skupie akcji własnych, co pozwala im wpływać na ich cenę rynkową¹⁵³. To wszystko powoduje, że właściciele spółki w strukturze rozproszonej tracą realny wpływ na jej działanie.

Dominujący akcjonariusz ogranicza koszty agencji typu I, ponieważ zazwyczaj ma horyzont długoterminowy, zna dokładnie przedmiot działalności spółki (często jest to jej założyciel) i stanowi ona zwykle większość jego majątku, jest zatem zainteresowany dokładnym monitoringiem poczynąń menedżerów¹⁵⁴.

Konflikt agencji typu II ma zastosowanie w przypadku skoncentrowanej struktury własności, gdzie występuje akcjonariusz dominujący. Sprawowana realna kontrola nad spółką prowadzi do konfliktu typu pryncypał–pryncypał, czyli konfliktu pomiędzy akcjonariuszem większościowym, który dąży do własnych korzyści, a akcjonariuszami mniejszościowymi. Przejawia się to przykładowo w dokonywaniu transakcji z podmiotami powiązаныmi lub nieoptymalnych transakcji finansowych¹⁵⁵. Akcjonariusz kontrolujący nie musi posiadać większości akcji – źródłem tego konfliktu mogą być akcje uprzywilejowane, które pozwalają nawet posiadaczom mniejszościowych pakietów (np. założycielom) sprawować

¹⁵¹ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 42–44.

¹⁵² Charakterystyka poszczególnych typów struktury własności i systemów ładu korporacyjnego zostanie przedstawiona w dalszej części rozdziału.

¹⁵³ T. Gruszecki, op.cit., s. 240.

¹⁵⁴ I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, op.cit.

¹⁵⁵ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 24.

kontrolę. H. Conquist i M. Nilsson¹⁵⁶ dowiedli w swoich badaniach, że koszty agencji w sytuacji wykorzystywania akcji uprzywilejowanych wynoszą od 6% do 25% wartości spółki. Posiadacze takich walorów mogą dążyć do wykonywania transakcji z powiązаныmi podmiotami, często o wartości dużo niższej niż rynkowa. Dotyczy to skupu akcji, emisji akcji, transferu aktywów czy tunelowania, czyli transferowania zysków/aktywów np. ze spółki zależnej do tej kontrolowanej przez akcjonariusza dominującego, niekorzystnych transakcji z podmiotami powiązаныmi, zwiększania udziału w spółce przez fikcyjne emisje akcji¹⁵⁷. Również w zakresie inwestycji akcjonariusze dominujący zwykle nie zachowują się w pełni racjonalnie. Cechuje ich większa awersja do ryzyka, ich głównym celem jest przekazanie przedsiębiorstwa kolejnemu pokoleniu. Ponadto bardziej dywersyfikują działalność, aby zapewnić niezagrożone przepływy pieniężne dla spółki. Jeżeli ich majątek nie jest zdywersyfikowany, to dużo rzadziej też korzystają z finansowania długiem, aby uniknąć bankructwa. Koszty agencji są również związane z sukcesją – nowe pokolenie w firmach rodzinnych niekoniecznie jest dobrze przygotowane do zarządzania, a mimo to obejmuje najwyższe stanowiska¹⁵⁸. Nadużycia prowadzą też do wzrostu kosztów funkcjonowania spółki związanych z wyższymi wynagrodzeniami menedżerów lub innych form nieuprawnionego wykorzystywania przez nich majątku spółki¹⁵⁹. Te wszystkie działania akcjonariuszy większościowych prowadzą do obniżania wartości spółki, obniżania cen jej akcji i potencjalnie niższych dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych. Brak przestrzegania ich praw prowadzi również do strat w wymiarze makro – rosną ceny produktów i usług, spadają dochody podatkowe państwa. Nie bez znaczenia dla gospodarki są również koszty społeczne – zagrożenie oszczędności społeczeństwa, utrata zaufania do rynku kapitałowego oraz pogorszenie wizerunku międzynarodowego kraju¹⁶⁰. Skuteczny system ładu korporacyjnego umożliwia łagodzenie konfliktu pomiędzy wspomnianymi grupami interesu.

¹⁵⁶ H. Cronqvist, M. Nilsson, *Agency costs of controlling minority shareholders*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2003, vol. 38, no. 4, s. 695–719.

¹⁵⁷ P. Volpin, *Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy*, „Journal of Financial Economics” 2002, vol. 64, no. 1, s. 61–90.

¹⁵⁸ I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, op.cit.

¹⁵⁹ A. Ignyś, *Ekonomiczne i społeczne konsekwencje naruszania praw akcjonariuszy*, [w:] P. Urbanek (red.), op.cit., 2010, s. 471–483.

¹⁶⁰ Ibidem.

1.5.1.6. Inwestor instytucjonalny w teorii agencji

Inwestorzy instytucjonalni w świetle teorii agencji to wobec spółki pryncypałow, czyli właściciele kapitału, którzy mają wpływ na kontrakt zawierany z menedżerami (agentami). Występują oni w roli pośredników w stosunku do realnych właścicieli środków, czyli ich klientów. Dysponując kapitałem, powinni być zainteresowani kontraktami zawieranymi z menedżerami i nadzorem nad spółką, aby minimalizować konflikt agencji. W praktyce jest to zależne od wielkości pakietu posiadanych akcji i struktury własności w spółce.

Rozproszona struktura własności sprawia, że inwestorzy instytucjonalni mierzą się z konfliktem agencji typu I, czyli klasycznym konfliktem pomiędzy menedżerami i właścicielami kapitału. Wykonywanie nadzoru korporacyjnego w tej sytuacji jest utrudnione ze względu na trudności w porozumieniu i znalezieniu wspólnych celów wśród licznych akcjonariuszy. Rozproszenie własności często wykorzystują menedżerowie, którzy nadużywają swojej pozycji w przedsiębiorstwie – podejmują niekorzystne dla właścicieli kapitału decyzje inwestycyjne, budują imperia przez przejęcia i ograniczają dostęp do informacji o spółce. Menedżerowie decydują często nawet o podziale zysku. Maksymalizacja zysku nie jest dla nich kluczowym celem¹⁶¹. Wszystko to prowadzi do zwiększenia kosztów spółki oraz kosztów agencji, a w rezultacie do obniżenia cen akcji.

Jednakże inwestorzy instytucjonalni (fundusze inwestycyjne i emerytalne, banki, zakłady ubezpieczeń) posiadają zazwyczaj pakiet mniejszościowy w spółkach, co sprawia, że często narażeni są na konflikt agencji typu II. Akcjonariusze większościowi dominują w spółce – kształtują politykę dywidendy, skład rady, mają przewagę w zakresie dostępu do informacji, bezpośrednio wpływają na podejmowane decyzje¹⁶². Nie zawsze te decyzje są optymalne z punktu widzenia budowania wartości spółki dla wszystkich akcjonariuszy. Formy działania akcjonariuszy większościowych, dyskryminujące wspomnianych inwestorów instytucjonalnych, zostały opisane w poprzednim podrozdziale. Rezultatem tego działania są niższe dywidendy oraz spadek cen akcji, czyli niższe stopy zwrotu dla inwestorów. W konsekwencji może prowadzić to do utraty klientów, którzy wycofują swój kapitał, i pogorszenia kondycji biznesowej inwestora instytucjonalnego.

P. Witt¹⁶³ wskazuje, że istnieje również konflikt agencji pomiędzy właścicielami kapitału a zarządzającymi funduszami u inwestora instytucjonalnego. Ich interesy

¹⁶¹ T. Gruszecki, op.cit., s. 150.

¹⁶² L. Koziół, op.cit.

¹⁶³ P. Witt, op.cit.

(np. horyzont inwestycyjny) nie zawsze są zbieżne, co może prowadzić do skupienia się zarządzających na krótkoterminowym zysku i wysokich premiach, a nie długoterminowym budowaniu wartości dla np. przyszłych emerytów.

Podsumowując, inwestorzy instytucjonalni narażeni są na konflikt agencji, jeżeli stają się posiadaczami akcji. W ich interesie leży łagodzenie tego konfliktu i dążenie do przestrzegania praw wszystkich akcjonariuszy, co sprzyja budowaniu wartości spółki, a w konsekwencji prowadzi do wyższych cen akcji i stóp zwrotu dla akcjonariuszy z zainwestowanego kapitału.

1.5.2. Teoria zarządcy

1.5.2.1. Podstawy teoretyczne

Teorią proponującą alternatywne podejście do teorii agencji jest teoria zarządcy¹⁶⁴ (*stewardship theory*). Powstała ona na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych, wskazujących na raczej incydentalne nadużycia menedżerów w spółkach. Klasyczne założenia dotyczące spółki wskazują, że menedżerowie działają w jej interesie, a cel właścicieli jest najważniejszy¹⁶⁵. To rozumowanie opiera się na rozróżnieniu pomiędzy menedżerami typu X i Y¹⁶⁶. Podczas gdy typ X działa jedynie we własnym interesie (jak w teorii agencji), to dla typu Y praca stanowi naturalną potrzebę, a identyfikacja z wykonywanymi zadaniami przynosi satysfakcję zawodową. Menedżerowie charakteryzują się kreatywnością i odpowiedzialnością. Odpowiada to postrzeganiu menedżerów przez pryzmat teorii zarządcy.

W tym świetle teoria zarządcy zakłada, że menedżerowie stanowią grupę osób, która działa kolektywnie w interesie spółki, jest zorientowana na jej korzyść oraz godna zaufania. W przeciwieństwie do teorii agencji cele działania menedżerów są zgodne z celami akcjonariuszy, jakimi są rozwój i wzrost wartości spółki. Angażują się oni w życie spółki, mają długoterminową orientację i maksymalizują zysk dla akcjonariuszy. W teorii zarządcy J. Davis i inni¹⁶⁷ charakteryzują pryncypała jako eksperta, a jednocześnie wskazują na niski dystans władzy.

Główną motywacją do współpracy wszystkich interesariuszy są potrzeby wyższego rzędu – samorealizacji, osiągnięć i przynależności – z piramidy Masłowa.

¹⁶⁴ I. Koładkiewicz, op.cit., s. 46.

¹⁶⁵ B. Tricker, op.cit., 2012, s. 65.

¹⁶⁶ D. McGregor, *The Human Side of the Enterprise*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1960.

¹⁶⁷ J. Davis, F. Schrooman, L. Donaldson, *Toward a Stewardship Theory of Management*, „Academy of Management Review” 1997, vol. 22, no. 1, s. 20–47.

Ponadto menedżerowie wiedzą, że lepsze wyniki finansowe spółki i jej rozwój zmaksymalizują również ich użyteczność, czyli osiągną wyższe wynagrodzenie i lepszą reputację na rynku. Realizacja interesów właścicieli przez menedżerów jest ułatwiona, gdy identyfikują się oni ze spółką, mają władzę osobistą wynikającą z autorytetu, a nie z przymusu, działają zgodnie z filozofią zorientowaną na zaangażowanie (nie na kontrolę), są przedstawicielami kultury kolektywistycznej i mają niski dystans władzy¹⁶⁸. Przejawia się to również w aktywnym angażowaniu pracowników i przekazaniu im części władzy, czemu towarzyszy wzajemne zaufanie¹⁶⁹.

Teoria zarządcy generuje dodatkową wartość w spółce przez nastawienie menedżerów na współpracę i wspólne działanie w interesie spółki, co zwiększa efektywność działania¹⁷⁰. Cechują ich relacje partnerskie (partnerów biznesowych) i chęć osiągania razem jak najlepszych wyników pracy¹⁷¹.

Rada nadzorcza (w systemie dwupoziomym, a w systemie jednopoziomym niezależni członkowie rady) w tej teorii nie sprawuje kontroli, ale jest ciałem doradczym dla menedżerów ze względu na zakładany brak konfliktu interesów pomiędzy zarządzającymi i właścicielami. Współpracę zarządu i rady nadzorczej powinna cechować kolektywność i kooperacja. Członkowie rady nadzorczej nie mają pełnej wiedzy o spółce, ponieważ nie są członkami wykonawczymi, lecz ich sprawna współpraca z zarządem pozwala im na efektywne pełnienie funkcji doradczej oraz wykorzystywanie swojej sieci kontaktów na rzecz spółki. Rada i zarząd powinni darzyć się zaufaniem i dążyć do osiągania wspólnych celów¹⁷². W tym kontekście problemem wydaje się zjawisko myślenia grupowego, kiedy rada (w systemie dwupoziomym lub niezależni członkowie w systemie jednopoziomym) nie poddają konstruktywnej krytyce poczynań menedżerów¹⁷³.

Na podstawie teorii zarządcy A. Hough i inni¹⁷⁴ przygotowali rekomendacje praktyczne dla spółek, które mają zapewnić jak najlepsze wyniki. Wskazują w nich, że nie powinno się rozdzielać funkcji przewodniczącego rady i prezesa zarządu (w systemie jednopoziomym), gdyż pełnienie tej funkcji przez jedną

¹⁶⁸ Ibidem.

¹⁶⁹ I. Koładkiewicz, op.cit., s. 47.

¹⁷⁰ L. Donaldson, J. Davis, *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, „Australian Journal of Management”, June 1991, vol. 16, no. 1, s. 49–65.

¹⁷¹ C. Cornforth, *The Governance of cooperatives and mutual associations: A paradox perspective*, „Annals of Public and Cooperative Economics” 2004, vol. 75, s. 11–32.

¹⁷² I. Koładkiewicz, op.cit., s. 48, s. 50.

¹⁷³ K. Postrach, *Teoria agencji a teoria stewarda w nadzorze korporacyjnym*, [w:] P. Urbanek, op.cit., 2010, s. 287–296.

¹⁷⁴ A. Hough, M. McGregor-Lowndes, C. Ryan, *Theorizing about board governance of non-profit organizations surveying landscape*, 34th Annual Conference of the Association for Research on Nonprofit Organizations and Voluntary Action, November 2005, Washington DC.

osobę zapewnia maksymalne korzyści dla akcjonariuszy, spójność oraz transparentność zarządzania¹⁷⁵. Ponadto rada powinna być jak najmniejsza liczebnie, powinni zasiadać w niej głównie członkowie wykonawczy (nie niezależni), których kadencje powinny być jak najdłuższe. Wszystko to ma sprzyjać większemu zaangażowaniu, skoncentrowaniu wiedzy i wymianie informacji. Interesy właścicieli i menedżerów powinny być zbieżne, co zapewni wspólne działanie na rzecz efektywności w spółce.

Możliwość zastosowania tej teorii w praktyce zależy od podejścia do ryzyka wśród właścicieli akcji. Jeżeli obawiają się oni egoizmu i nadużyć ze strony menedżerów, tworzą rozbudowany system kontroli i obniżają chęć do współpracy i kolektywizmu¹⁷⁶.

1.5.2.2. Inwestor instytucjonalny w teorii zarządcy

Teoria zarządcy opiera się na współdziałaniu właścicieli i menedżerów w spółce w celu osiągania wspólnych korzyści i budowania jej wartości. W świetle tej teorii pryncypał pełni funkcję doradcy. Inwestorzy instytucjonalni jako posiadacze akcji zajmują się profesjonalnie oceną działalności przedsiębiorstw i ich perspektyw na przyszłe zwiększanie wartości. W związku z tym wykorzystanie tej wiedzy i umiejętności wydaje się bardzo korzystne dla rozwoju spółki.

W kontekście ostatniego kryzysu finansowego sugerowano, że inwestorzy instytucjonalni powinni odgrywać większą rolę w spółkach, mimo że często są akcjonariuszami mniejszościowymi. Ich profesjonalizm powinien być wykorzystany – powinni odgrywać rolę doradcą dla menedżerów. Oczekuje się również, że będą oni działać kolektywnie przez składanie wspólnych propozycji, mających na celu usprawnienie działania spółki¹⁷⁷.

Posiadając akcje w wielu spółkach i angażując się w nadzór nad nimi, inwestorzy instytucjonalni uważani są za cennych doradców. Wykorzystując efekt skali w zakresie zdobywania informacji o rynku i spółce oraz mając ograniczenia w pozbywaniu się akcji, posiadają szeroką wiedzę np. na temat standardów wynagrodzeń kadry menedżerskiej w danej branży czy na określonym rynku¹⁷⁸. Mogą zatem szerzyć najlepsze praktyki rynkowe w spółkach, które posiadają w portfelu.

¹⁷⁵ I. Koładkiewicz, op.cit., s. 49.

¹⁷⁶ J. Jeżak, op.cit., 2010, s. 150.

¹⁷⁷ B. Tricker, op.cit., 2012, s. 66.

¹⁷⁸ P. David, R. Kochhar, E. Levitas, *The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation*, „The Academy of Management Journal”, April 1998, vol. 41, no. 2, s. 200–208.

Problem stanowi poziom zaangażowania i kontaktów z menedżerami w przedsiębiorstwie. Zbyt duży wpływ i częste kontakty mogą skutkować posądzeniem o bycie *insiderem*, co skutkuje konsekwencjami prawnymi i ograniczeniami w inwestowaniu¹⁷⁹.

1.5.3. Teoria agencji a teoria zarządcy – podsumowanie

Teoria agencji i teoria zarządcy stanowią podstawę rozważań o stosunkach pomiędzy właścicielami i menedżerami w spółkach w świetle analizy systemów ładu korporacyjnego. Prezentują one fundamentalnie odmienne podejście dotyczące natury człowieka, psychologicznych i socjologicznych uwarunkowań jego działania. Podsumowanie głównych założeń obu teorii zawiera tabela 3.

Tabela 3. Założenia teorii agencji i teorii zarządcy

Założenia	Teoria agencji	Teoria zarządcy
Model człowieka, zachowanie	Człowiek dbający jedynie o własne osobiste interesy	Człowiek stawiający na rozwój, służący zbiorowości
Mechanizmy psychologiczne, motywacja	Chęć osiągnięcia jak największych korzyści osobistych	Potrzeby wyższego rzędu (samorealizacja)
Porównania społeczne, identyfikacja, władza	Pryncypał – sprawuje formalną kontrolę nad agentami, wspierany systemem nagród i kar	Pryncypał – duża wartość zaangażowania osobistego – ekspert, wspieranie umiejętności współpracy i dialogu
Mechanizmy sytuacyjne, filozofia zarządzania, orientacja na ryzyko, zakres czasowy, cele	Zorientowany na kontrolę, brak zaufania, perspektywa krótkoterminowa, awersja do ryzyka, indywidualizm	Zorientowany na zaangażowanie, zaufanie, perspektywa długoterminowa, kolektywizm
Różnice kulturowe	Duży dystans władzy	Niski dystans władzy

Źródło: opracowanie własne na podstawie I. Koładkiewicz, 2010, op.cit., s. 47; L. Donaldson, J. Davis, op.cit.

Istnieje szereg badań naukowych i analiz dotyczących praktycznego wykorzystania obu teorii i ich potencjału do odzwierciedlenia rzeczywistości w przedsiębiorstwach.

J. Davis i inni¹⁸⁰ wskazał, że teoria agencji i teoria zarządcy wpisują się w dylemat więźnia. Realizacja teorii agencji powoduje, że rozwinięte mechanizmy kontrolne w spółkach minimalizują ryzyko. Natomiast nastawienie na teorię zarządcy sprawia, że wysiłek menedżerów jest kierowany na budowanie wartości w spółce

¹⁷⁹ P. Witt, op.cit.

¹⁸⁰ J. Davis, F. Schrooman, L. Donaldson, op.cit.

i wzrost zysków. Różne (rozbieżne) nastawienia wśród menedżerów i właścicieli powodują, że albo rozmywana jest wartość spółki przez nieodpowiedzialne zachowania menedżerów w ich prywatnym interesie, albo menedżerowie odchodzą ze stanowiska, gdyż męczy ich nadmierna kontrola ze strony właścicieli. D. Norberg wskazuje, że sytuacja, w której menedżerowie nastawieni na zarządzanie zaangażowane (jak w teorii zarządcy) są traktowani jako typowi agenci (z teorii agencji) prowadzi do powstania dodatkowych kosztów agencji – kosztu alternatywnego „źle ulokowanych” lęków – zarówno niekontrolowalny „agent”, jak i nadmiernie kontrolowany „zarządca” (*steward*) stanowią zagrożenie dla działalności spółki¹⁸¹.

Przeprowadzono też badanie weryfikujące praktyczne znaczenie teorii agencji i teorii zarządcy. Realizacja teorii agencji przejawia się w nim tym, że w radach dyrektorów w Stanach Zjednoczonych funkcja prezesa zarządu i prezesa rady jest sprawowana przez dwie różne osoby. Natomiast teoria zarządcy została zobrazowana przez połączenie obu funkcji i pełnienie ich przez jedną osobę. Sprawdzono, który model rady dyrektorów sprzyja wyższym wynikom finansowym spółki, mierzonym wskaźnikiem ROE (*Return on Equity* – zwrot z kapitału). Okazało się, że łączenie obu funkcji prowadzi do wyższego ROE, a zatem teoria agencji ma mniejsze zastosowanie praktyczne niż teoria zarządcy. Również korzyści dla akcjonariuszy liczone jako wzrost wartości cen akcji w kilkuletnim okresie wskazały, że spółki z jedną osobą pełniącą obowiązki prezesa rady i prezesa zarządu wypadają lepiej. Podsumowując, autorzy twierdzą, że interes akcjonariuszy i wysokie zyski są realizowane raczej poprzez zaufanie i umożliwienie podejmowania autonomicznych decyzji przez zarząd, niż poprzez ciągłą kontrolę właścicielską nad menedżerami. Tym samym twierdzą, że teoria zarządcy lepiej odzwierciedla rzeczywistość w Stanach Zjednoczonych niż teoria agencji¹⁸².

Założenia obu teorii są rozbieżne i ich trafność w dużej mierze zależy od przyjętego postrzegania świata. Czynniki psychologiczne, jak również kultura korporacyjna oraz stosunki społeczne w dużej mierze determinują to, która z przyjętych teorii będzie lepiej odzwierciedlać rzeczywistość. Intuicyjnie społeczeństwa krajów rozwiniętych, o wysokim i egalitarnym poziomie życia oraz wysokim poziomie kapitału społecznego¹⁸³ powinny być bardziej nastawione na kooperację, natomiast niższy poziom życia, nierówności i brak kapitału społecznego powinny sprzyjać

¹⁸¹ D. Nordberg, *Unfettered Agents? The role of ethics in corporate governance*, [w:] H. Baker, R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010, s. 175–191.

¹⁸² L. Donaldson, J. Davis, op.cit.

¹⁸³ Kapitał społeczny definiowany jako wartość relacji społecznych i wzajemnego zaufania, dzięki któremu jednostki mogą osiągać korzyści ekonomiczne i społeczne.

konfliktom interesów. Podsumowując, działanie na podstawie teorii zarządcy jest efektywniejsze ekonomicznie i społecznie, ale wymaga odpowiedniej postawy kooperacyjnej wszystkich uczestników, co jest możliwe do osiągnięcia jedynie przy wysokim poziomie kapitału społecznego.

1.6. Systemy ładu korporacyjnego na świecie

System ładu korporacyjnego definiuje się jako właściwą dla danego kraju (lub grupy krajów) strukturę czynników prawnych, instytucjonalnych oraz kulturowych, które kształtują sposoby oddziaływania interesariuszy na decyzje podejmowane przez menedżerów w spółkach¹⁸⁴.

1.6.1. Klasyfikacje systemów ładu korporacyjnego

Istnieje wiele klasyfikacji systemów ładu korporacyjnego na świecie. Problem ten stanowi przedmiot badań naukowych od lat 60. XX wieku.

Szczegółową klasyfikację zaproponowali J. Weimer i J. Pape¹⁸⁵, którzy wskazali następujące charakterystyki modeli narodowych:

- koncepcja przedsiębiorstwa,
- rada nadzorcza (zasady działania i struktura),
- pasywni akcjonariusze w procesie decyzyjnym w spółce,
- znaczenie giełdy,
- rynek kontroli korporacji,
- struktura własności,
- wynagrodzenia menedżerów a wyniki finansowe przedsiębiorstwa,
- horyzont czasowy celów przedsiębiorstwa.

Na podstawie tych cech powstała klasyfikacja systemów ładu korporacyjnego. Wyróżnia się w niej następujące modele:

- anglosaski,
- niemiecki,
- łański,
- japoński.

¹⁸⁴ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 53.

¹⁸⁵ J. Weimer, J. Pape, *A taxonomy of systems of corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review” 1999, vol. 7, no. 2, s. 152–166.

W systemie anglosaskim kluczową rolę odgrywa rynek kapitałowy oraz kontrola korporacji poprzez mechanizm fuzji i przejęć. W systemie niemieckim główną rolę w nadzorze nad przedsiębiorstwem pełnią inwestorzy instytucjonalni (banki) oraz pracownicy. Model łaćński zawiera elementy obu poprzednich modeli. Model japoński (jako jedyny zorientowany sieciowo, a nie rynkowo) skupia się na czynnikach kulturowych i tradycyjnych w ramach powiązań między akcjonariuszami¹⁸⁶. Szczegółowe informacje przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Klasyfikacja i charakterystyka systemów ładu korporacyjnego

System	Anglosaski	Niemiecki	Łaćński	Japoński
Kraje	Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Kanada, Australia	Niemcy, Austria, Szwajcaria, Holandia, kraje skandynawskie	Francja, Belgia, Włochy, Hiszpania	Japonia
Koncepcja przedsiębiorstwa	Instrumentalna, zorientowana na akcjonariuszy	Instytucjonalna	Instytucjonalna	Instytucjonalna
Organizacja systemu nadzoru	Jednostopniowa	Dwustopniowa	Różnie, zwykle jednostopniowa	Jednostopniowa
Właściciele	Akcjonariusze	Grupa oligarchiczna (banki, pracownicy)	Grupa oligarchiczna (rodziny, banki, rząd)	Grupa oligarchiczna (banki, pracownicy)
Znaczenie giełdy	Wysokie	Średnie do wysokiego	Średnie	Wysokie
Zewnętrzny rynek w zakresie nadzoru korporacyjnego	Znacząca aktywność	Bez znaczenia	Bez znaczenia	Bez znaczenia
Koncentracja własności	Niska	Średnia do wysokiej	Wysoka	Niska do średniej
Zależność pomiędzy wynagrodzeniami a wynikami finansowymi	Wysoka	Niska	Średnia	Niska
Horyzont czasowy	Krótki	Długi	Długi	Długi

Źródło: J. Studziński, op.cit., s. 90, J. Weimer, J. Pape, op.cit.

Poza tym szczegółowym podziałem powstało wiele innych koncepcji sklasyfikowania systemów ładu korporacyjnego.

¹⁸⁶ J. Studziński, *Ład korporacyjny w Polsce*, Warszawa 2016, s. 89–90.

Pierwsza klasyfikacja, autorstwa J. Hicksa¹⁸⁷, opierała się na podziale na gospodarki oparte na rynku i oparte na bankach. Geneza tej klasyfikacji wiązała to ze sposobem pozyskiwania kapitału na działalność. Rynek kapitałowy dominuje w gospodarkach anglosaskich, natomiast finansowanie kredytami bankowymi jest popularne w systemie niemieckim, łacińskim i japońskim.

Inny podział skupia się na sposobach kontroli – zewnętrznej i wewnętrznej. J. Franks i C. Mayer¹⁸⁸ zauważyli, że w systemie anglosaskim (system amerykański i brytyjski), gdzie występuje kontrola zewnętrzna, dużą rolę odgrywa rynek kapitałowy, struktura własności jest rozproszona, a rynek kontroli spółek motywuje menedżerów przez realne zagrożenie wrogimi przejęciami. W systemie kontroli wewnętrznej spółki kontrolowane są przez osoby związane z firmą, mające uprzywilejowany dostęp do informacji. Własność cechuje wysoka koncentracja, skomplikowane powiązania i piramidy kapitałowe. Nie sprzyja to wrogim przejęciom. Spółki mają często charakter rodzinny, a w jej działalności są uwzględniane interesy szerszej grupy interesariuszy¹⁸⁹.

Podział oparty na ochronie prawnej inwestorów zaproponowali R. La Porta i inni¹⁹⁰, którzy twierdzili, że inwestorzy zapłacą więcej za akcje spółek, jeżeli ich prawa będą respektowane, czyli będą otrzymywać należną dywidendę. Sprzyjają temu rozwinięte i efektywne rynki kapitałowe. Kluczowym czynnikiem jest natomiast prawo i skuteczność jego egzekwowania. Analizując systemy prawne oparte na prawie precedensowym (np. Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Kanada, Indie) oraz na prawie kontynentalnym (np. Niemcy, Francja, Chiny, Japonia), stwierdzili, że:

- ochrona akcjonariuszy jest najsilniejsza w krajach o systemie prawnym prawa precedensowego, średnia w krajach skandynawskich i w Niemczech, a najsłabsza w krajach o systemie francuskim;
- najwyższa jakość egzekwowania prawa cechuje kraje skandynawskie i Niemcy, niższe kraje o zwyczajowym systemie prawnym, a najniższa system francuski.

Przeprowadzono również wiele badań odnoszących się do ochrony inwestorów. Ustalono, że nie tylko system prawny, ale również polityczny decyduje o jej stopniu. W przypadku systemów proporcjonalnych (Europa kontynentalna) politycy skupieni są bardziej na prawach pracowniczych, natomiast w systemie większościowym do

¹⁸⁷ J. Hicks, *A theory of economic history*, Clarendon Press, Oxford 1969.

¹⁸⁸ J. Franks, C. Mayer, *Corporate control: a synthesis of international evidence*, London Business School, Londyn 1992.

¹⁸⁹ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 55.

¹⁹⁰ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law and finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, no. 6, s. 1113–1155.

głosu częściej dochodzą lokalni interesariusze, co sprzyja większej ochronie praw akcjonariuszy kosztem grup pracowniczych¹⁹¹.

Podsumowując, historycznie na świecie wykształciło się wiele modeli systemu ładu korporacyjnego. Każdy z nich stworzył własne ramy instytucjonalne, według których są nadzorowane spółki.

1.6.2. Wybrane systemy ładu korporacyjnego na świecie

Dwa kluczowe modele, które najbardziej różnią się od siebie oraz mają odzwierciedlenie w systemie panującym w Polsce, to model anglosaski i model kontynentalny (przede wszystkim model niemiecki). Zostały szczegółowo omówione w dalszej części rozważań, wspomniano także model łański (na przykładzie Włoch) ze względu na skoncentrowaną strukturę własności i wysoki udział Skarbu Państwa.

1.6.2.1. Model anglosaski

W niniejszym opracowaniu kraje anglosaskie zostały scharakteryzowane na przykładzie Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych, gdzie funkcjonuje system prawa precedensowego. W modelu brytyjskim historycznie kwestie, związane z *corporate governance* są, przedmiotem samoregulacji, podczas gdy w modelu amerykańskim w egzekwowanie ich przestrzegania zaangażowane są agencje rządowe (np. SEC)¹⁹².

Na początku XX wieku korporacje amerykańskie i brytyjskie należały w większości do bogatych rodzin. Postępujące zmiany w systemie prawnym (np. ustawodawstwo antytrustowe w Stanach Zjednoczonych), Wielki Kryzys, szybki rozwój rynków kapitałowych oraz tradycyjne przestrzeganie praw akcjonariuszy mniejszościowych (szczególnie w Wielkiej Brytanii) prowadziły do stopniowego rozproszenia struktury własności. Coraz większa część udziałów wchodziła w posiadanie inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych. Szczególnie ci drudzy zyskiwali na znaczeniu. System anglosaski jest zatem tradycyjnie uważany za system o rozdrobionym akcjonariacie¹⁹³.

¹⁹¹ L. Bohdanowicz, op.cit., s. 56–58.

¹⁹² K. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 128.

¹⁹³ J. Studziński, op.cit., s. 100–115.

Istotną rolę w rozwoju systemu *corporate governance* w krajach anglosaskich odgrywa rynek kontroli zewnętrznej przedsiębiorstw – rynek fuzji i przejęć. Korzystna struktura własności oraz otwarty dostęp do jej szczegółów pozwoliły w Wielkiej Brytanii na bezpośredni kontakt zainteresowanych przejęciem z obecnymi akcjonariuszami. W Stanach Zjednoczonych natomiast w ten proces zaangażowana jest rada dyrektorów. Kontrola zewnętrzna przedsiębiorstw wspiera efektywność i stanowi motywację dla menedżerów.

W związku z tym w krajach anglosaskich wykształcił się rynek profesjonalnej kadry menedżerskiej. Rzadko w radach zasiadają reprezentanci akcjonariuszy o znacznych pakietach akcji, przedstawiciele banków czy pracowników. Dzieje się to również dzięki rozwiązaniom prawnym, które określiły kompetencje osób mogących zasiadać w tym gremium.

Tradycyjnie w krajach anglosaskich występuje jednostopniowa organizacja systemu nadzoru. Funkcję tę pełni rada dyrektorów, w której skład wchodzi zarówno dyrektorzy wykonawczy, jak i nie wykonawczy (powiązani i niezależni). Wszyscy członkowie tego gremium muszą uzyskać przychylność i akceptację akcjonariuszy w czasie walnego zgromadzenia. Wszyscy członkowie działają wspólnie w interesie akcjonariuszy¹⁹⁴. Dyrektorzy wykonawczy to menedżerowie wysokiego szczebla, natomiast zadaniem dyrektorów niezależnych jest głównie kontrola w imieniu akcjonariuszy (nie są bezpośrednio zaangażowani w działalność operacyjną), co jest szczególnie widoczne w systemie amerykańskim. Rada dyrektorów spotyka się średnio dziewięć razy w roku i liczy trzynastu członków¹⁹⁵. Członkowie rady formują równocześnie kilka komitetów, wśród nich kluczowy jest komitet audytu, którego zadaniem jest zapewnienie ochrony interesów akcjonariuszy w odniesieniu do raportowania finansowego i kontroli wewnętrznej. W praktyce stanowi on pomost pomiędzy audytorami zewnętrznymi i wewnętrznymi. Pozostałe komitety to komitety wynagrodzeń, ryzyka i nominacji¹⁹⁶. Dodatkowo niezależni członkowie rady również spotykają się we własnym gronie, aby lepiej sprawować funkcję kontrolną nad spółką. Funkcje przewodniczącego rady i prezesa zarządu (CEO) mogą być pełnione przez tę samą osobę, co jest częstą praktyką w większości spółek amerykańskich. Natomiast w Wielkiej Brytanii role te są zwykle rozdzielone. Dyrektorzy w korporacjach amerykańskich mają obowiązek działania w interesie jej akcjonariuszy (obowiązek zachowania lojalności i należytej staranności). W Wielkiej Brytanii ważniejsze jest dobro spółki jako odrębnej osoby prawnej

¹⁹⁴ C. Mallin, *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford 2007, s. 122.

¹⁹⁵ Dane z 2005 roku.

¹⁹⁶ C. Mallin, *op.cit.*, 2007, s. 128.

– w tzw. modelu powierniczym istotne są nie tylko obecne cele akcjonariuszy, ale również cele pozostałych interesariuszy i bardziej długoterminowa perspektywa¹⁹⁷.

Wynagrodzenia uzależnione od wyników finansowych spółki oraz rosnąca obecność inwestorów instytucjonalnych wśród akcjonariuszy skracają horyzont czasowy, w perspektywie którego działają menedżerowie w modelu anglosaskim. Inwestorzy instytucjonalni charakteryzują się bowiem podejściem portfelowym i swoje niezadowolenie z wyników spółki demonstrują przez sprzedaż jej akcji.

Obecność szerokiej grupy inwestorów w akcjonariacie sprawiła, że priorytetem stał się dostęp do informacji o spółce – istnieje szereg obowiązków informacyjnych. Rozwinęły się również organizacje aktywnych inwestorów oraz takie, które pośredniczą w wykonywaniu praw wynikających z posiadanych akcji (np. głosowanie na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy). Pozwala to na wyraźne zwiększenie frekwencji, ale nie świadczy o jakości działania, gdyż prowadzi do masowego podejścia do nadzoru nad spółkami¹⁹⁸.

Badania naukowe z początków XXI wieku wskazują, że rynek amerykański podlega stopniowej ponownej koncentracji własności. Przyczyniają się do tego m.in. duzi inwestorzy instytucjonalni. W pracach A. Pichhadze¹⁹⁹ powstało pojęcie rynkowego modelu z dużym akcjonariuszem – z jednej strony znaczny akcjonariusz może skutecznie kontrolować menedżerów, a z drugiej istnieje płynny rynek kapitałowy (rynek kontroli korporacji).

Znaczenie rynku kapitałowego dla spółek jest cechą wyraźnie odróżniającą model anglosaski od pozostałych modeli i stanowi jego bazę. Pozyskiwanie finansowania na giełdzie wymagało dużo większej transparentności, dobrej komunikacji z inwestorami, skłaniało do bardziej krótkookresowej perspektywy, a w konsekwencji prowadziło do rozdrobnienia akcjonariatu i przyciągnięcia dużej liczby nowych inwestorów na giełdę.

W celu zapewnienia właściwego systemu nadzoru nad spółkami wprowadzano stopniowo szereg dokumentów zawierających dobre praktyki oraz rozwijano ustawodawstwo w tym obszarze (w Wielkiej Brytanii od lat 90. XX wieku – kodeks dobrych praktyk, a w Stanach Zjednoczonych już od Wielkiego Kryzysu – ustawę o obrocie papierami wartościowymi). Ostatni kryzys finansowy doprowadził do rewizji tych dokumentów. W Wielkiej Brytanii wprowadzono *Stewardship Code* (2010), skupiający się na obowiązkach rady, komunikacji z akcjonariuszami, odpowiedzialności prezesa zarządu i częstotliwości reelekcji członków zarządu. W tym

¹⁹⁷ K. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 124–129.

¹⁹⁸ J. Studziński, op.cit., s. 114.

¹⁹⁹ A. Pichhadze, *The nature of corporate ownership in the US: the trend towards the market oriented blockholder model*, „Capital Markets Law Journal” 2009, vol. 5, no. 1, s. 63–68.

samym roku w Stanach Zjednoczonych uchwalono ustawę Dodda-Franka, reformującą system finansowy i system nadzoru korporacyjnego²⁰⁰.

Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w krajach anglosaskich gwałtownie wzrastało w drugiej połowie XX wieku. Było to spowodowane rosnącym zainteresowaniem podmiotów indywidualnych planami emerytalnymi oraz produktami ubezpieczeniowymi. Przykładowo w Wielkiej Brytanii udział tych typów inwestorów instytucjonalnych wzrósł z 16% w 1963 roku do 33% w 2004 roku. W tym samym czasie czterokrotnie wzrósł również udział podmiotów zagranicznych, wśród których znaczną część stanowili amerykańscy inwestorzy instytucjonalni²⁰¹. W sumie pod koniec XX wieku inwestorzy instytucjonalni posiadali ponad 70% akcji brytyjskich spółek²⁰². W Stanach Zjednoczonych natomiast ponad 50% kapitału akcyjnego jest w rękach 100 największych inwestorów instytucjonalnych²⁰³. Oznacza to, że podmioty te niewątpliwie kształtują rynki finansowe w krajach anglosaskich oraz przez rozwinięty system ładu korporacyjnego i wysoki poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych wpływają na przedsiębiorstwa.

Podsumowując, system anglosaski ładu korporacyjnego promuje efektywność i profesjonalizm menedżerów oraz dba o prawa akcjonariuszy mniejszościowych, co sprzyja rozwojowi rynków kapitałowych i całej gospodarki. Dodatkowo globalizacja oraz dominacja gospodarcza krajów anglosaskich sprawiają, że ten system stanowi modelowe rozwiązanie, na którym chętnie wzorują się inne kraje, reformujące swoje standardy *corporate governance*.

1.6.2.2. Model kontynentalny niemiecki

Niemiecki model nadzoru korporacyjnego rozwijał się od początku XIX wieku. Tradycyjnie był on oparty na inwestorach instytucjonalnych – bankach sprawujących kontrolę nad spółkami.

Do początku XX wieku struktura własności spółek niemieckich nie odbiegała od modelu brytyjskiego, cechowało ją rozdrobnienie i duży udział zamożnych rodzin. Ważną rolę w pozyskiwaniu kapitału spełniała też giełda. Powszechnie tworzono piramidowe struktury własności, co napędzały emisje akcji. Ochrona inwestorów była wprawdzie niższa niż w Wielkiej Brytanii, ale już w 1884 roku wprowadzono obowiązki związane z nadzorem nad spółką, raportowaniem i przeprowadzaniem

²⁰⁰ J. Studziński, op.cit., s. 100–115.

²⁰¹ C. Mallin, op.cit., 2007, s. 81.

²⁰² M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, *Corporate Governance: BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 17.

²⁰³ B. Tricker, op.cit., 2012, s. 67.

emisji akcji, żeby zapobiegać nadużyciom. Jednak nadmierna spekulacja giełdowa zaowocowała wprowadzeniem w 1896 roku bardzo rygorystycznych przepisów, które dotyczyły odpowiedzialności w procesie emisji, warunków dopuszczenia papierów do obrotu, kwotowania cen oraz warunków dopuszczenia do przeprowadzania transakcji, ale utrudniły drobnym inwestorom dokonywanie transakcji na giełdzie. W rezultacie, obrót akcjami został przeniesiony do banków, które pełniły rolę powierników akcji oraz reprezentowały inwestorów w czasie walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Ponadto, nabywały one często też akcje na własny rachunek, zdobywając tym samym kluczową pozycję w strukturze własności przedsiębiorstw. Banki cieszyły się również dużym zaufaniem społecznym w Niemczech²⁰⁴. W tej sytuacji spółki budowały długoterminowe relacje z bankami, gdyż te dostarczały im kapitału oraz wiele produktów i usług, ułatwiających działalność²⁰⁵. Banki stały się zatem kluczowymi interesariuszami oraz często akcjonariuszami dla niemieckich przedsiębiorstw.

XX wiek cechował się stopniową koncentracją własności w spółkach niemieckich, co wynikało również z powszechności akcji uprzywilejowanych – w 1927 roku stanowiły one 2,4% nominalnego kapitału i 40% głosów. Wiązało się to z zaniedbywaniem praw akcjonariuszy mniejszościowych. Poza brakiem wpływu na spółkę musieli się oni też mierzyć z postrzeganiem spółki jako dobra społecznego, posiadającego obowiązki głównie wobec pracowników oraz społeczeństwa, a nie wobec udziałowców²⁰⁶.

Od początku XXI wieku następuje wyraźne rozdrobnienie własności w spółkach niemieckich. Panujący model ładu korporacyjnego (dominacja banków i koncentracja własności) wskazywano jako przyczynę niskiej innowacyjności i zyskowności przedsiębiorstw. Bankom również zależy na rozwoju rynków kapitałowych, gdyż prowadzi to do zwiększenia ich przychodów nieodsetkowych z tytułu opłat i prowizji, co jest pożądane w czasach niskich stóp procentowych i spadających marż. Także menedżerowie niemieckich korporacji wyrażali zainteresowanie i preferowali system anglosaski, dopatrując się w nim możliwości poprawy efektywności działania spółek. Reforma wzmacniająca rynek kapitałowy została przeprowadzona w latach 90. XX wieku²⁰⁷. W strukturach własności niemieckich spółek wzrosła też wtedy obecność inwestorów zagranicznych. W badaniach przeprowadzonych

²⁰⁴ J. Franks, C. Mayer, H. Wagner, *The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, „Review of Finance” 2006, vol. 10, no. 4, s. 537–585.

²⁰⁵ C. Mallin, op.cit., 2007, s. 162–163.

²⁰⁶ J. Studziński, op.cit., s. 124–125.

²⁰⁷ T. Kenyon, S. Vitols, *Corporate Governance in Flux: assessing the recent round of reforms in the United States and Germany*, AICGS Policy Report, American Institute of Contemporary German Studies, The John Hopkins University, 2006, s. 7–25.

w 1999 roku przez J. Engelharda i S. Eckerta w 32 dużych korporacjach średni ich udział wynosił 28,6%²⁰⁸. Ewolucja systemu ma wpływ na niemieckie korporacje, lecz zmiany w charakterystyce ładu korporacyjnego następują powoli.

Niemiecki system ładu korporacyjnego charakteryzuje się dwustopniową organizacją. Jeszcze w XIX wieku wprowadzono w struktury spółki zarząd oraz radę nadzorczą. Zarząd odpowiedzialny jest za bieżącą działalność przedsiębiorstwa, natomiast rada nadzorcza stanowi ciało nadzorujące menedżerów. Jej członkowie są wybierani przez akcjonariuszy w czasie walnych zgromadzeń. W skład rady wchodzi nie tylko przedstawiciele największych akcjonariuszy, ale również pozostałych interesariuszy (pracowników, przedstawiciele banków, emerytowanych członków zarządu). W szczególności pracownicy stanowią istotną grupę, gdyż w przypadku spółek giełdowych i kapitałowych z załogą powyżej 2 tys. osób, stanowią nawet połowę rady. Znaczny udział pracowników w radzie powoduje częste blokady decyzji, takich jak optymalizacja zatrudnienia lub produkcji, mogących negatywnie odbić się na pracownikach²⁰⁹. Natomiast emerytowani menedżerowie pośrednio reprezentują interesy zarządu²¹⁰. Średnia liczba członków rady wynosi 13 osób²¹¹. Do ich zadań należy: przyjmowanie raportów zarządu, nadzorowanie pracy i doradzanie zarządowi, monitorowanie podległych spółek z grupy oraz ponoszenie odpowiedzialności przed akcjonariuszami²¹². Rada mianuje też członków zarządu. Historycznie wynagrodzenia członków zarządu nie były powiązane z wynikami finansowymi przedsiębiorstwa, jednak to się zmieniło²¹³.

Główną rolą rady nadzorczej jest sprawowanie nadzoru nad spółką. Wykorzystuje ona do tego zarówno mechanizmy zewnętrzne, jak i wewnętrzne. Te pierwsze wynikają z przepisów prawa i opierają się na badaniach zewnętrznych audytorów. W zakresie kontroli wewnętrznej niemieckie przedsiębiorstwa posiadają system audytu wewnętrznego, mechanizmy controllingu oraz bezpośredniego nadzoru²¹⁴.

Tradycyjnie niemieckie przedsiębiorstwa opierały swoje finansowanie o kredyt bankowy, zatem rynek kapitałowy nie rozwijał się tak dynamicznie, jak w krajach anglosaskich. W związku z tym również rynek kontroli przedsiębiorstw w Niemczech nie jest rozwinięty, a transakcje ograniczają się zwykle do dużych pakietów akcji²¹⁵.

²⁰⁸ J. Engelhard, S. Eckert, op.cit.

²⁰⁹ C. Mallin, op.cit., 2007, s. 163.

²¹⁰ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 109–121.

²¹¹ Dane z roku 2005.

²¹² K. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 131–133.

²¹³ C. Mallin, op.cit., 2007, s. 164–165.

²¹⁴ R. Hofmann, I. Hofmann, *Corporate Governance: Überwachungseffizienz und Führungskompetenz in Kapitalgesellschaften*, R. Oldenbourg Verlag, Muenchen – Wien 1998, s. 162.

²¹⁵ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 112.

Od 2002 roku standardy w zakresie ładu korporacyjnego reguluje tzw. Kodeks Cromme'a (*Deutscher Corporate Governance Codex*). Został on oparty na niemieckim prawodawstwie w tej materii i uzupełniony o dodatkowe rekomendacje, szczególnie dla zagadnień *corporate governance*. Zawiera on wytyczne dotyczące:

- akcjonariuszy i walnego zebrania,
- relacji pomiędzy zarządem i radą,
- zarządu,
- rady nadzorczej,
- przejrzystości działań,
- sprawozdawczości i audytu.

Kodeks Cromme'a zwraca szczególną uwagę na kwestie przejrzystości i ujawniania informacji, radzenia sobie z konfliktami interesów oraz szczegółowo reguluje zasady organizacji, pracy oraz współpracy dla wszystkich organów spółki. Istotne fragmenty stanowią również zasady wynagradzania członków poszczególnych gremiów²¹⁶.

Inwestorzy instytucjonalni w niemieckim systemie ładu korporacyjnego to tradycyjnie banki, które poza rolą akcjonariuszy pełnią też rolę kredytodawców. Dysponują oni zatem szeroką wiedzą o działalności przedsiębiorstwa. W latach 90. XX wieku niemieckie korporacje otworzyły się na inwestorów instytucjonalnych, w szczególności zagranicznych, ponieważ potrzebowały kapitału na rozwój i ekspansję międzynarodową. Stopniowo upraszczała się też ich struktura własności i stawała się bardziej rozproszona, gdyż firmy pozbywały się akcji spółek powiązanych, aby mieć środki na inwestycje i utrzymać konkurencyjność na globalnym rynku. W rezultacie niemieckie korporacje pod presją inwestorów instytucjonalnych zaczęły transformować swój system nadzoru korporacyjnego²¹⁷.

Podsumowując, model niemiecki ładu korporacyjnego tradycyjnie był bardzo odrębny od systemu panującego w krajach anglosaskich i eksponował wartości społeczne w życiu gospodarczym. Podstawowe założenia oraz instytucje tego systemu się nie zmieniają, przejmowane są jedynie najlepsze praktyki z modelu anglosaskiego.

²¹⁶ Ibidem, s. 114–120.

²¹⁷ R. Strätling, *How to overcome shareholder apathy in corporate governance – the role of investor associations in Germany*, „Annals of Public and Cooperative Economics” 2012, vol. 83, no. 2, s. 143–157.

1.6.2.3. Model kontynentalny łaćński (Włochy)

Włoski model ładu korporacyjnego należy do grupy łaćńskiej, charakteryzującej się skoncentrowaną strukturą własności, uwarunkowaną historycznie przez słabą ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. We Włoszech kluczową rolę odgrywają w niej zamożne rodziny, powiązane z polityką, a do niedawna również Skarb Państwa (program prywatyzacyjny rozpoczęto w latach 90. XX wieku).

W XX wieku giełda nie cieszyła się we Włoszech zaufaniem zarówno przedsiębiorstw, jak i drobnych inwestorów. Było to spowodowane m.in. wysokimi kosztami wprowadzania spółek, brakiem transparentnych zasad raportowania, wysokim podatkiem od dywidend oraz niskim zaufaniem do wymiaru sprawiedliwości. Przełom na rynku kapitałowym nastąpił po rozpoczęciu programu prywatyzacji oraz wraz z wzrostem zainteresowania włoskimi spółkami wśród funduszy inwestycyjnych, pod koniec XX wieku.

Rozwój włoskiej giełdy został dodatkowo wsparty przez reformy systemu ładu korporacyjnego przeprowadzone w latach 90. XX wieku, które miały na celu transformację w stronę systemu anglosaskiego i dotyczyły w głównej mierze niezależności rady oraz wzmocnienia pozycji akcjonariuszy²¹⁸. Zwiększono również wymogi związane z transparentnością oraz kontrolą wewnętrzną. Powstał obowiązek tworzenia komitetu audytu²¹⁹. Skutkiem tych reform było przyciągnięcie inwestorów zagranicznych. Nieznacznie zmniejszyła się również koncentracja własności i spadło znaczenie struktur piramidalnych. Pojawiły się natomiast nieformalne koalicje akcjonariuszy²²⁰.

Włoski system *corporate governance* charakteryzuje się organizacją jednopoziomową – w radzie zasiadają dyrektorzy wykonawczy i niezależni. Ci drudzy stanowią z reguły większość. Powszechnie występuje też wzajemne członkostwo rad dyrektorów pomiędzy spółkami. Wynagrodzenie nie są uzależnione od wyników spółki, a rynek kontroli korporacji jest mało aktywny²²¹.

Włoska giełda publikuje rekomendacje dla spółek w zakresie stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Najważniejsze zagadnienia to: rola i skład rady, niezależni członkowie, zadania przewodniczącego rady, wykaz informacji o spółce przekazywanych radzie, nominacje i wynagrodzenia dyrektorów, zasady kontroli wewnętrznej, transakcje z podmiotami powiązanymi, relacje z inwestorami

²¹⁸ J. Studziński, op.cit., s. 141–145.

²¹⁹ C. Mallin, op.cit., 2007, s. 176.

²²⁰ M. Bianchi, M. Bianco, *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, ECGI Working Papers in Finance, no. 144, 2006.

²²¹ K. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 136–138.

instytucjonalnymi i pozostałymi, walne zgromadzenia akcjonariuszy, członkowie komitetu audytu. Rada dyrektorów jest wedle tych rekomendacji zobowiązana do tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Natomiast w zakresie relacji z inwestorami instytucjonalnymi włoskie spółki są zobowiązane do utrzymywania z nimi regularnego kontaktu, również przez specjalnie do tego powołane jednostki w obrębie biura relacji inwestorskich²²².

Historycznie inwestorzy instytucjonalni nie należeli do istotnych akcjonariuszy we włoskich spółkach. Jednakże, szereg reform poprawiających transparentność i ułatwiających dostęp do rynku kapitałowego sprawił, że zainteresowali się oni inwestycjami we włoskie spółki. Wartość aktywów zarządzanych przez nich jest szacowana na ok. 850 mld euro, czyli około połowę włoskiego PKB²²³.

Podsumowując, system łańciskowy uważany jest formalnie za mieszankę systemów anglosaskiego i niemieckiego. Przykład Włoch pokazuje jednak, że implementowanie efektywnych standardów ładu korporacyjnego może być wyzwaniem dla regulatorów i spółek. Tradycja oraz struktura gospodarki mogą utrudniać sprawne wprowadzanie najlepszych praktyk. Jednak podejmowane próby zawsze prowadzą do zmian w dobrym kierunku.

1.6.3. Systemy ładu korporacyjnego a teorie agencji i zarządcy

Ład korporacyjny służy sprawowaniu efektywnej kontroli nad spółką w ramach instytucji w niej istniejących: rady nadzorczej i zarządu (lub tylko rady – w zależności od systemu), walnego zgromadzenia akcjonariuszy oraz zaangażowania innych interesariuszy. W zależności od systemu ładu korporacyjnego opisane wcześniej teorie są adekwatne.

W krajach anglosaskich wykształcił się system oparty na kontroli rynku. Ze względu na rozdrobnioną strukturę własności akcjonariusze koncentrują swoje udziały i obowiązuje system wyboru reprezentantów. W takiej sytuacji oraz przy niskiej koncentracji własności dużą rolę odgrywają finansowi inwestorzy instytucjonalni. Nadzór odbywa się przez wybór niezależnych członków rady dyrektorów, którzy sprawują funkcję kontrolną w zarządzie. Ze względu na kluczowe znaczenie rynków finansowych w pozyskiwaniu kapitału kontrola przedsiębiorstw jest bardzo aktywna. Występuje opisany wcześniej konflikt agencji typu I, czyli pomiędzy

²²² C. Mallin, *op.cit.*, 2007, s. 177–180.

²²³ V. Dilorenzo, *Institutional investor market: attractive opportunities for the asset management industry*, Prometeia, 26.04.2016.

właścicielami a menedżerami. W Stanach Zjednoczonych konflikt ten jest zazwyczaj łagodzony przez systemy wynagradzania menedżerów, a odpowiedzialność inwestorów oraz nadzór ze strony rady dyrektorów są ograniczone²²⁴.

Konflikt agencji jest też częściowo mitygowany przez wysoki kapitał społeczny w krajach anglosaskich, panujące zaufanie (pomimo kultury indywidualistycznej) i niski dystans władzy, co sprawia, że mimo wszystko rzeczywistość może być tam w dużej mierze odzwierciedlana przez teorię zarządzcy.

W szczególności ma to miejsce w Wielkiej Brytanii, gdzie poza bezpośrednim systemem kontroli menedżerów przez akcjonariuszy dyrektorzy mają obowiązki wynikające z powiernictwa wobec spółki. Ich nadrzędnym celem jest zatem powiększanie zysków firmy i bogactwa akcjonariuszy. Powinni zachowywać aktywa spółki (a niekoniecznie maksymalizować wartość giełdową) oraz równoważyć konflikty interesów bieżących i przyszłych interesariuszy²²⁵. Odzwierciedla to wartości reprezentowane przez teorię zarządzcy.

Inwestorzy instytucjonalni w krajach anglosaskich są świadomi swoich praw jako akcjonariusze mniejszościowi. Biorą oni aktywny udział w nadzorze korporacyjnym, starając się kontrolować poczynania menedżerów oraz pełnią rolę doradcą.

W krajach Europy kontynentalnej, szczególnie w Niemczech, historycznie systemy ładu korporacyjnego zorientowane są na wszystkich interesariuszy²²⁶. Spółki giełdowe charakteryzują się tam jednak skoncentrowaną strukturą własności. To oznacza, że występuje konflikt agencji, który przejawia się trudnością akcjonariuszy mniejszościowych w egzekwowaniu praw wynikających z posiadanych akcji – jest to konflikt agencji typu II²²⁷. Akcjonariusz dominujący w znacznym stopniu kontroluje menedżerów i spółkę, i może działać na niekorzyść inwestorów mniejszościowych, którzy np. w Niemczech do końca XX wieku nie odgrywali znaczącej roli w systemie ładu korporacyjnego²²⁸. Zjawisko to potęgują czynniki kulturowe, takie jak duży dystans władzy, co nie sprzyja zaufaniu i wzajemnej współpracy ku osiągnięciu wspólnych celów (jak w teorii zarządzcy).

Ze względu na globalizację systemy ładu korporacyjnego w Europie kontynentalnej są stopniowo modyfikowane w kierunku systemu anglosaskiego. Wpływ na to mają zarówno regulatorzy, jak i międzynarodowi inwestorzy instytucjonalni.

²²⁴ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 73.

²²⁵ Ibidem, s. 17–18.

²²⁶ Ibidem, s. 110.

²²⁷ M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 58–65, s. 68–76.

²²⁸ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 110.

1.6.4. Konwergencja systemów ładu korporacyjnego

Historycznie opisane systemy ładu korporacyjnego ewoluowały samodzielnie i miały narodowy (lub regionalny) charakter. Nadal cechuje je silna odrębność w zakresie prawnym, struktury własności, dojrzałości rynku kapitałowego oraz w obszarze kultury i tradycji. Cywilizacja zachodnia opiera w głównej mierze swój ład korporacyjny na rozbudowanych regulacjach, podczas gdy tradycja azjatycka opiera się na nieformalnych relacjach i zaufaniu. Wszystkie te czynniki są silnie zakorzenione w lokalnych uwarunkowaniach i zmieniają się bardzo powoli pomimo postępującej globalizacji²²⁹.

Pomimo wielu różnic zauważalna jest konwergencja systemów ładu korporacyjnego, na której tempo składa się wiele czynników.

Postępująca globalizacja sprawia, że inwestorzy, czyli akcjonariusze, stają się graczami globalnymi. Dotyczy to przede wszystkim inwestorów instytucjonalnych. Swobodny dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych wymaga jednolitych zasad dla wszystkich uczestników. Inwestorzy instytucjonalni tworzą standardowe wymagania dotyczące podstawowych praw akcjonariuszy, niezależności dyrektorów oraz obecności najważniejszych komitetów w ramach rady. Sprzyja to kształtowaniu wspólnych, globalnych zasad, nawet wtedy, gdy prawodawstwo i struktura własności są wyraźnie różne²³⁰.

Również tworzone dokumenty, będące tzw. kodeksami dobrych praktyk ładu korporacyjnego, przyczyniają się do ujednoczenia nadzoru korporacyjnego. Pierwsze takie dokumenty pojawiały się w latach 70. XX wieku, jednak dopiero brytyjski *Cadbury Code* z 1992 roku upowszechnił tę formę rekomendacji z zakresu *corporate governance* na świecie. W połowie 2008 roku 64 kraje deklarowały posiadanie takich dokumentów. Dobre praktyki ładu korporacyjnego są zazwyczaj tworzone przez praktyków i publikowane przez giełdy lub stowarzyszenia inwestorów²³¹. Definiowane są jako zbiór zasad, które odnoszą się do słabości występujących w krajowych systemach nadzoru korporacyjnego²³². Są one też określane jako zbiory standardów wydawane przez kolektywne ciała, dotyczące wewnętrznego nadzoru w spółkach²³³. Poza dokumentami krajowymi reguły *corporate governance*

²²⁹ B. Tricker, op.cit., s. 164–165.

²³⁰ C. Mallin, op.cit., 2007, s. 181.

²³¹ I. Kołodkiewicz, op.cit., s. 53–55.

²³² A. Zattoni, F. Coumo, *Why adopt codes of governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives*, „Corporate Governance. International Review” 2008, vol. 16, no. 1, s. 1–15.

²³³ D. Seidl, *Standard setting and following in corporate governance: an observation – theoretical study of the effectiveness of governance codes*, „Organization” 2007, vol. 14, no. 5, s. 705–727.

tworzą również organizacje międzynarodowe (OECD, Bank Światowy), co stanowi klarowny impuls do konwergencji na poziomie globalnym²³⁴.

Globalizacja prowadzi do ustanawiania międzynarodowych standardów nie tylko bezpośrednio w obszarze nadzoru korporacyjnego, ale również obrotu papierami wartościowymi oraz standardów rachunkowości. Obie wymienione dziedziny mają duży pośredni wpływ na kształtowanie się jednolitych zasad *corporate governance*. Podobnie jak oligopol największych firm audytorskich, które działając na całym świecie, wdrażają określony standard u swoich klientów. Innym czynnikiem wspierającymi konwergencje są emisje akcji spółek na giełdach poza granicami kraju macierzystego. Fuzje i przejęcia pomiędzy giełdami papierów wartościowych (konsolidacja sektora) na świecie dodatkowo sprzyjają umiędzynarodowieniu zasad związanych z ładem korporacyjnym²³⁵.

Od pewnego czasu obserwuje się konwergencję systemu kontynentalnego do systemu anglosaskiego. Przykładem są Niemcy, gdzie największe firmy (np. Deutsche Bank, Lufthansa) charakteryzują się rozproszonym, międzynarodowym akcjonariatem. Rada nadzorcza traci tam na znaczeniu, gdyż to zarząd ma przewagę informacyjną o spółce. W związku z tym zagraniczni inwestorzy (w tym inwestorzy instytucjonalni) domagają się większej transparentności w komunikacji z nimi, przedstawiania prognoz wyników finansowych, strategii oraz wypłat dywidendy. Spółki niemieckie też powoli wdrażają międzynarodowe standardy rachunkowości, aby pozyskiwać finansowanie na światowych rynkach kapitałowych²³⁶.

Inwestorzy instytucjonalni stanowią siłę integrującą rynki finansowe i sprzyjającą konwergencji systemów ładu korporacyjnego. Rosnące aktywa, którymi dysponują, dają im coraz większy wpływ na kształtowanie rzeczywistości gospodarczej w globalizującym się świecie.

²³⁴ B. Tricker, op.cit., s. 163.

²³⁵ Ibidem, s. 163–164.

²³⁶ J. Jeżak, *Corporate Governance in Developing Countries: Finding the Balance between Global Standards and Local Context – The Case of Poland*, „International Journal of Trade, Economics and Finance”, August 2014, s. 374–378.

2

INWESTORZY INSTYTUCJONALNI A WARTOŚĆ SPÓŁKI

2.1. Wprowadzenie

Podstawowym celem przedsiębiorstwa jest jego przetrwanie, a więc stałe generowanie zysku, który zapewnia mu płynność finansową. Chęć osiągnięcia tego celu wymusza ciągły rozwój, zarówno ilościowy, jak i jakościowy²³⁷.

W teorii neoklasycznej celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego zysków w długim okresie, co stanowi podstawę trwałego wzrostu²³⁸. Tak sformułowany cel budzi jednak krytykę badaczy, którzy wskazują na szereg innych potencjalnych celów, m.in. maksymalizację wielkości sprzedaży, udział w rynku, przetrwanie na rynku, odpowiedzialność społeczną przedsiębiorstwa, maksymalizację użyteczności dla menedżerów, wzrost przedsiębiorstwa²³⁹. Ich realizacja jest jednak możliwa dopiero wtedy, kiedy jest zapewnione przetrwanie, którego źródłem jest osiągnięty zysk²⁴⁰.

W ujęciu tradycyjnym cel przedsiębiorstwa powinien być tożsamy z celem jego właściciela. Rozwój organizacyjny oraz ekspansja przedsiębiorstw wymuszają uwzględnienie również interesów menedżerów i pozostałych grup interesariuszy²⁴¹. W przypadku spółek giełdowych to akcjonariusze ostatecznie decydują o kierunkach działalności przedsiębiorstwa. Cele przedsiębiorstwa mają więc prowadzić do realizacji celów akcjonariuszy²⁴².

²³⁷ M. Cielemecki, *Przedsiębiorstwo jako podmiot życia gospodarczego*, [w:] J. Kardas, M. Wójcik-Augustyniak (red.), *Zarządzanie w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2008, s. 19–40.

²³⁸ S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo, Podstawy nauki o przedsiębiorstwie, Teorie i praktyka zarządzania*, Wydawnictwo „Dom Organizatora”, Toruń 2002, s. 77–78.

²³⁹ A. Thompson, *Economics of the firm*, Prentice Hall, New Jersey 1989, s. 256.

²⁴⁰ S. Sudoł, op.cit., s. 79.

²⁴¹ J. Lichtarski, *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 80.

²⁴² A. Herman, A. Szablewski, *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999, s. 64.

W teorii finansów istnieje zgodny pogląd, że nadrzędnym celem spółki jest wzrost jej wartości dla akcjonariuszy²⁴³. W węższym ujęciu akcjonariusze dążą do osiągnięcia jak najwyższej stopy zwrotu z inwestycji, czyli w ich interesie leży wzrost wartości akcji spółki. Jej miernikiem jest całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy. Natomiast kreacja wartości dla akcjonariuszy następuje wtedy, gdy ta stopa (czyli wzrost cen akcji oraz zyski z dywidend) przewyższa minimalną wymaganą przez inwestora stopę zwrotu z kapitału²⁴⁴.

W prowadzonych rozważaniach inwestorzy instytucjonalni są traktowani jako podmioty racjonalne, działające w celu maksymalizowania swojej użyteczności. Zakłada się bowiem, że podmioty profesjonalnie zajmujące się oszczędzaniem nie są rozpatrywane w kategoriach teorii finansów behawioralnych²⁴⁵. Ich nadrzędnym celem jest osiąganie jak najwyższej stopy zwrotu przy dążeniu do minimalizacji ryzyka inwestycyjnego²⁴⁶.

W świetle teorii leżących u podstaw analiz ładu korporacyjnego, inwestorzy instytucjonalni z jednej strony odgrywają rolę pryncypała, który jest uwikłany w konflikt agencji (zarówno I, jak i II typu), ale mogą też być rozważani jako szeroko pojęci interesariusze (także doradcy w rozumieniu teorii zarządcy), którym zależy na harmonijnej współpracy z pozostałymi podmiotami w celu budowania wartości spółki.

2.2. Wartość spółki giełdowej

2.2.1. Definicja wartości spółki giełdowej

W ogólnym rozumieniu wartość stanowi wszystko, co jest cenne i ważne dla społeczeństwa lub organizacji, oraz to, co jest pożądane i stanowi cel dążeń człowieka²⁴⁷.

²⁴³ R. Tuzimek, *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 27–28.

²⁴⁴ P. Fernandez, *A Definition of Shareholder Value Creation*, IESE Business School, Barcelona 2002, s. 2.

²⁴⁵ Teoria finansów behawioralnych zakłada, że inwestorzy skupiają się na względnych zmianach w poziomie bogactwa względem wybranego punktu odniesienia, a nie bezwzględnych stopach zwrotu. Charakteryzują się też zmiennym poziomem awersji do ryzyka w zależności od poziomu osiągniętych zysków lub/i strat.

²⁴⁶ K. Borowski, *Miary ryzyka na rynku akcji i obligacji*, Difin, Warszawa 2014, s. 24–25.

²⁴⁷ M. Łobocki, *Pedagogika wobec wartości*, [w:] B. Śliwerski (red.), *Kontestacje pedagogiczne*, Impuls, Kraków 1993, s. 125–135.

W ujęciu ekonomicznym wartość to cecha rzeczy, którą można wyrazić równoważnikiem pieniężnym lub innym środkiem płatniczym. Wartość przedsiębiorstwa to użyteczność, jaką uzyskuje strona zaangażowana w transakcję jego kupna lub sprzedaży. Nie jest to jednoznaczna definicja, gdyż w zależności od celu prowadzonej wyceny można definiować²⁴⁸:

- wartość fundamentalną opartą na możliwości generowania dochodów w przyszłości,
- wartość rynkową określoną przez relację popytu i podaży.

2.2.1.1. Wartość fundamentalna

Wartość fundamentalna to wartość oparta na analizie fundamentalnej, składającej się z następujących etapów:

- analiza makroekonomiczna,
- analiza sektorowa,
- analiza sytuacyjna spółki (w tym analiza finansowa),
- wycena akcji²⁴⁹.

Dla określenia wartości spółki najpierw niezbędna jest ocena opłacalności inwestowania w kraju, w którym działa firma, perspektyw jego rozwoju i potencjalnych zagrożeń. Kolejny etap to określenie możliwości wzrostu branży przez ustalenie jej pozycji w cyklu życia oraz umiejscowienie w cyklu gospodarczym. Konieczne jest także wyróżnienie czynników jakościowych, które mogą wpłynąć na jej rozwój. Ostatecznie dokonuje się oceny spółki – jej wyników ekonomiczno-finansowych, sytuacji finansowej i otoczenia rynkowego. Określenie wartości fundamentalnej pozwala na ustalenie wartości wewnętrznej, czyli teoretycznej wartości, jaką akcje powinny mieć na giełdzie.

W praktyce do wyceny wartości spółki często wykorzystuje się metody oparte o analizę przyszłych zdyskontowanych przepływów pieniężnych, ponieważ dla inwestora realna wartość to wymierne korzyści płynące z posiadania akcji, które obarczone są jednak ryzykiem. Najpowszechniej stosuje się metodę opartą o prognozę zysku, a następnie dywidendy na akcję, dyskontując ją za pomocą wskaźnika *beta*, który ocenia ryzyko rynkowe (zmienność), jakiemu podlegają analizowane papiery wartościowe. W procesie prognozy przyszłych dywidend kluczowe jest określenie poziomu wzrostu spółki w kolejnych latach. Przewidywanie zmienności opiera się natomiast na analizie historycznej lub próbie określenia zmienności

²⁴⁸ W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 22.

²⁴⁹ K. Borowski, *Analiza fundamentalna: metody wyceny przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014, s. 30.

implikowanej, obliczanej na podstawie cen opcji na akcje, z wykorzystaniem modelu Blacka-Scholesa.

Inne metody ustalania fundamentalnej wartości akcji to metody mnożnikowe, opcyjne, majątkowe oraz mieszane, czyli łączące kilka podejść.

2.2.1.2. Wartość rynkowa

Wartość rynkową przedsiębiorstwa stanowi natomiast kapitalizacja giełdowa, czyli bieżąca cena akcji przemnożona przez ich wyemitowaną liczbę. Wartość rynkową charakteryzuje wysoka zmienność, ponieważ jest ona zależna od aktualnego popytu i podaży na określone walory²⁵⁰.

Na istotność wyceny rynkowej wskazuje hipoteza rynków efektywnych. Zakłada ona, że cena rynkowa akcji na rynku kapitałowym odzwierciedla wszystkie dostępne informacje na temat tych akcji²⁵¹, dlatego w długim okresie nie da się osiągać ponadprzeciętnych zysków. Istnieją trzy wersje tej hipotezy:

- słaba – obecne ceny akcji odzwierciedlają wszystkie dane historyczne,
- półsilna – obecne ceny akcji odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje na temat spółki,
- silna – obecne ceny akcji odzwierciedlają wszystkie publiczne i niepubliczne informacje²⁵².

Istnieje wiele badań naukowych sprawdzających tę hipotezę i jej trzy wersje w praktyce gospodarczej, które nie dają jednoznacznej odpowiedzi, do jakiego stopnia odzwierciedla ona rzeczywistość. W zależności od doboru szeregu czasowego oraz zakresu analizy otrzymywano różne wyniki²⁵³.

Inwestorzy instytucjonalni, zajmując się profesjonalnie inwestowaniem, wykorzystują metody predykcji cen instrumentów finansowych w oparciu o dostępne informacje oraz metody wspomagania decyzji inwestycyjnych, co sprawia, że aktywnie przyczyniają się do zwiększania efektywności rynków finansowych²⁵⁴.

Dla inwestorów kluczowe znaczenie ma wartość rynkowa, gdyż to ona jest podstawą oceny efektywności podejmowanych inwestycji i stanowi o zysku i osiągniętych

²⁵⁰ W. Dębski, *Akcje, obligacje i ich wycena*, Absolwent, Łódź 2007, s. 16–22.

²⁵¹ E. Fama, *Random walks in stock market prices*, „Financial Analysts Journal”, September/October 1965, vol. 21, s. 55–59.

²⁵² M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne: zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 120–129.

²⁵³ O. Starzeński, *Analiza rynków finansowych*, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 49–50.

²⁵⁴ Ibidem, s. 46, 49.

zwrotach z inwestycji. Wartość fundamentalna jest jedynie teoretyczną wskazówką, odnoszącą się do wartości przedsiębiorstwa i braną pod uwagę głównie na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej.

2.2.2. Ocena atrakcyjności spółki dla inwestorów – kluczowe wskaźniki

Chcąc ocenić atrakcyjność inwestycyjną określonych akcji, porównuje się ich rynkową wycenę z wyceną fundamentalną. Niższa wycena rynkowa niż wewnętrzna wartość spółki stanowi pozytywną informację dla inwestorów i zachętę do zaangażowania. Spółka wyceniana wyżej niż wskazuje na to jej zdolność do kreowania przyszłych strumieni pieniężnych jest nieatrakcyjna. Dobierając portfel aktywów, problematyczna może się okazać relatywna ocena wszystkich papierów wartościowych branż pod uwagę w analizie.

Ponadto w praktyce bardzo trudno określić, czy cena spółki jest zawyżona czy zaniżona, gdyż ocena wartości fundamentalnej jest dokonywana na podstawie wielu założeń dotyczących przyszłości opartych często na danych historycznych (m.in. prognoza zysku i zmienności cen akcji). W teorii zakłada się też, że rynki są efektywne i wszelkie anomalie w wycenie są natychmiast niwelowane. Inwestorzy mają dostęp do tych samych publicznych informacji o spółce, na ich podstawie podejmują takie same decyzje, które kształtują cenę akcji na rynku. Żaden z nich nie jest w stanie „pokonać rynku” i uzyskać nadzwyczajnych zysków²⁵⁵. Zakładając efektywność rynku, cena odzwierciedla przyszłe korzyści wynikające z posiadania akcji.

Wszelkie wskaźniki finansowe, wyliczone na podstawie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych i oparte na zysku (np. ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego, ROI – stopa zwrotu z inwestycji), są często wykorzystywane w analizie finansowej i próbach oceny wartości spółek giełdowych, jednak posiadają również liczne wady. Dotyczą one przeszłych wyników, nie uwzględniają skali działalności spółki oraz możliwości efektywniejszego wykorzystania kapitałów własnych. W związku z tymi ograniczeniami wprowadzono szereg metod estymacji wartości przedsiębiorstw na podstawie rachunku przepływów pieniężnych netto. Jedną z kategorii inżynierii finansowej na bazie przepływów pieniężnych jest rynkowa wartość dodana (MVA – *Market Value Added*), która stanowi nadwyżkę wartości rynkowej przedsiębiorstwa nad wartością księgową kapitału akcyjnego. Ta wartość jest sumą zdyskontowanych przyszłych wartości zysku ekonomicznego (czyli

²⁵⁵ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 88–89.

nadwyżki zwrotu z zainwestowanego kapitału ponad koszt tego kapitału)²⁵⁶. Wskaźnik MVA jest ściśle związany ze P/BV (*Price to Book Value* – cena do wartości księgowej), który został opisany w dalszej części podrozdziału.

Jednym z mierników pozwalających porównać wartość spółek giełdowych jest wskaźnik Q Tobina, czyli wartość rynkowa kapitałów własnych i długu podzielona przez wartość odtworzeniową aktywów spółki²⁵⁷. Współczynnik Q Tobina umożliwia również ocenę efektywności zarządzania aktywami i określa, czy oczekiwany zwrot z nich przekracza ich wartość odtworzeniową²⁵⁸. Pozwala on na ustandaryzowanie postrzegania spółek przez inwestorów i bywa wykorzystywany do podejmowania przez nich decyzji. Ze względu na trudności w oszacowaniu wskaźnika Q Tobina (szczególnie wartości odtworzeniowej aktywów) stosuje się inne wskaźniki wartości rynkowej notowanych spółek.

Do kluczowych rynkowych mnożników wskazujących wartość spółki należą m.in.:

- wskaźnik P/E (cena do zysku), czyli mnożnik pozwalający określić cenę za jednostkę zysku:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aktualna cena rynkowa akcji}}{\text{Zysk przypadający na akcje}}$$

Niestety wskaźnik ten podlega wahaniom związanym m.in. z cyklami koniunkturalnymi (np. nieuzasadnione oczekiwania dotyczące wysokich zysków) czy problemami w danej branży (np. słaby okres i niskie zyski w analizowanym sektorze). Ponadto jego wysoki poziom może sugerować chęć przejęcia pakietu kontrolnego akcji. Ulega on też spekulacyjnemu oddziaływaniu giełdy²⁵⁹. Nie pozwala zatem na efektywne porównanie wszystkich spółek.

- wskaźnik P/BV (*Price to Book Value* – cena do wartości księgowej kapitału), czyli mnożnik wartości księgowej spółki:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Aktualna cena rynkowa akcji}}{\text{Wartość księgowa przypadająca na akcje}}$$

Wskaźnik ten informuje o aktualnej rynkowej wartości kapitału własnego spółki giełdowej. Pozwala zatem na określenie oczekiwań inwestorów, dotyczących

²⁵⁶ J. Jeżak, *Ead korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 100–105.

²⁵⁷ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nowy Jork 2005, s. 41.

²⁵⁸ A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Wiley, Nowy Jork 2002, s. 540.

²⁵⁹ A. Cwiąkała-Małys, W. Nowak, *Zarys metodologiczny analizy finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2005, s. 245–246.

zwrotu z niego. Jest to również wskaźnik stabilniejszy niż poprzedni, gdyż zmiany wartości kapitału własnego ulegają mniejszym wahaniom niż wszelkie parametry oparte na przychodach. Ze względu na podobieństwo może być używany w zamian za wskaźnik Q Tobina. Znaczne różnice w wartości obu wskaźników występują jedynie w czasach wysokiej inflacji (Q Tobina niższe niż P/BV) lub gwałtownych zmian technologicznych (Q Tobina wyższe niż P/BV)²⁶⁰.

Wartość P/BV zazwyczaj przekracza 1, co oznacza, że znaczną część wartości przedsiębiorstwa stanowią elementy niematerialne (nie ujęte przez rachunkowość) oraz rynek oczekuje wzrostu zysku spółki²⁶¹. Niższy wskaźnik sugeruje, że albo nastąpił skokowy wzrost wartości księgowej jeszcze nie zdyskontowany w cenie akcji, albo następuje wyprzedaż walorów, zwykle w wyniku złych informacji napływających ze spółki. Inwestorzy wykorzystują ten wskaźnik w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. W teorii spółki o wysokim poziomie P/BV stanowią bardziej ryzykowne inwestycje i oczekuje się od nich dynamicznego wzrostu (spółki o potencjale wzrostu), często też chętniej podejmują inwestycje. Zbyt wysoki poziom P/BV w stosunku do branży i wyceny fundamentalnej może sugerować znaczne przewartościowanie akcji. Natomiast przedsiębiorstwa charakteryzujące się niskim poziomem tego wskaźnika to tzw. spółki o potencjale wartości, czyli mniej ryzykowne, mające przynosić zazwyczaj niskie stopy zwrotu²⁶². Dysponują one stosunkowo wysokim poziomem kapitału własnego, który lepiej wykorzystany (np. przez poprawę zarządzania w przedsiębiorstwie) może przynieść wyższe zyski w przyszłości²⁶³. Z drugiej strony niskie P/BV może oznaczać, że spółka jest zagrożona bankructwem i stąd jej niska wycena. W tym ujęciu spółki o potencjale wartości są bardziej obciążone ryzykiem²⁶⁴. Wskaźnik ten nie pozwala natomiast na bezpośrednie międzybranżowe porównywanie spółek, gdyż jest on wrażliwy na kapitałochłonność i poziomy marży w różnych branżach. Również standardy rachunkowości oraz płynność rynku i sytuacja gospodarcza kraju mają wpływ na jego poziom²⁶⁵.

²⁶⁰ A. Damodaran, s. 539.

²⁶¹ G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin, Warszawa 2009, s. 229–230.

²⁶² G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007, s. 104.

²⁶³ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1993, s. 114–115.

²⁶⁴ B. Solnik, *International Investments*, Addison-Wesley, USA 2000, s. 260.

²⁶⁵ M. Wroński, *Dylematy związane z wyceną przedsiębiorstwa w kontekście stosowanych metod wyceny*, [w:] E. Klamut, M. Oziębło (red.), *Finanse w praktyce gospodarczej i w życiu codziennym*, Społeczna Akademia Nauk, Łódź 2015, s. 65–77.

Podsumowując, wskaźnik P/BV stanowi odwzorowanie postrzegania przyszłej wartości spółki przez inwestorów, gdyż ma tendencję do pozytywnego skorelowania z przeszłymi wartościami wskaźnika ROE (*Return on Equity* – zwrot z kapitału)²⁶⁶. Przewagę na rynku osiągają ci, którzy potrafią znaleźć walory wycenione przez rynek poniżej swojego potencjału wzrostu w przeszłości.

Inwestorzy instytucjonalni wykorzystują szereg analiz i wskaźników w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nadrzędnym celem tych starań jest identyfikacja spółek, które będą kreowały wartość i przyniosą wzrost wartości akcji i satysfakcjonujący zwrot z inwestycji.

Znaczenie ładu korporacyjnego w procesie inwestowania przez inwestorów instytucjonalnych zostało zbadane przez McKinsey & Company w 2002 roku²⁶⁷. Większość z respondentów twierdziła, że brak przestrzegania dobrych praktyk *corporate governance* sprawia, że unikają oni inwestowania w te spółki lub zmniejszają w nich zaangażowanie. Dodatkowo ponad 70% respondentów uznało, że jest w stanie zapłacić „premię” za spółkę o uporządkowanych kwestiach nadzoru korporacyjnego, związanych z niezależnością rady i przejrzystością jej wynagradzania, motywacją i regularną oceną oraz ujawnianiem informacji na temat władztwa korporacyjnego (przykładowo w Polsce wysokość tej „premi” podano średnio na poziomie 23%). Na podstawie opisanego badania i przytoczonych deklaracji inwestorów instytucjonalnych, można przypuszczać, że poza czynnikami typowo finansowymi ład korporacyjny jest również brany pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Również MSCI²⁶⁸ prowadzi analizy czynników branych pod uwagę w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów instytucjonalnych, ze szczególnym uwzględnieniem kwestii związanych z ładem korporacyjnym (ESG – *Environmental, Social & Governance*). W swoim raporcie MSCI wskazuje, że inwestorzy instytucjonalni stanowią grupę, która chcąc zwiększyć osiąganą długoterminowo stopy zwrotu zachęca spółki portfelowe do podwyższania standardów w obszarze ładu korporacyjnego. Jednakże wraz ze wzrostem skali działalności wywieranie realnego wpływu jest utrudnione i kosztowne. MSCI wybrało zatem kluczowe wskaźniki związane ze stosowaniem dobrych praktyk ładu korporacyjnego i skorelowało je z wynikami finansowymi spółek. Okazuje się, że stworzony na tej podstawie MSCI *World Governance Quality Index*, ujmujący spółki

²⁶⁶ P. Fairfield, *P/E, P/B and the present value of future dividends*, „Financial Analysts Journal” 1994, Charlottesville, vol. 50, no. 4.

²⁶⁷ McKinsey&Co, *McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, 2002.

²⁶⁸ MSCI – firma specjalizująca się w dostarczaniu informacji i narzędzi inwestycyjnych dla inwestorów instytucjonalnych.

stosujące wysokie standardy *corporate governance*, osiągał wyraźnie wyższe stopy zwrotu i cechował się niższym poziomem ryzyka w latach 2009–2015 niż indeks benchmarkowy (*MSCI World Index*)²⁶⁹. Tym samym udowodniono, że stosowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego powinno stanowić przesłankę dla inwestorów instytucjonalnych w procesie decyzji inwestycyjnej, gdyż przyczynia się do osiągnięcia długoterminowo wyższych stóp zwrotu.

2.3. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych

2.3.1. Inwestorzy instytucjonalni i ich strategie inwestycyjne

Polityka inwestycyjna inwestora instytucjonalnego (finansowego) musi być ściśle określona. Dokładne regulacje zawarte są zazwyczaj w statutach i określają poziom swobody zarządzającego portfelem aktywów.

Ocena efektywności działania inwestora instytucjonalnego, a co za tym idzie jego menedżerów, odbywa się albo poprzez ocenę absolutnych stóp zwrotu z inwestycji, albo odnosi się do określonego benchmarku (np. średniej stopy zwrotu indeksu giełdowego). W tym drugim przypadku występuje rywalizacja pomiędzy inwestorami.

Poza osiąganymi stopami zwrotu ważnym kryterium jest płynność papierów wartościowych, gdyż sprzyja to dywersyfikacji, ograniczaniu ryzyka oraz zarządzaniu horyzontem czasowym inwestycji. W przeciwieństwie do innych typów inwestorów inwestorzy instytucjonalni są teoretycznie bardziej skupieni na budowaniu wartości dla akcjonariuszy niż interesariuszy²⁷⁰.

Teoretycznie zarządzający aktywami mogą przyjąć różne strategie inwestycyjne w zależności od produktu. Jeden z podziałów opiera się na stopniu zaangażowania w proces alokacji aktywów. Strategia aktywna charakteryzuje się dynamicznym poszukiwaniem walorów (konkretnych, wyselekcjonowanych papierów wartościowych), które mogą zapewnić ponadprzeciętne zyski. Natomiast strategia pasywna to inwestowanie w z góry określone papiery wartościowe. Zazwyczaj są to fundusze indeksowane, czyli takie, których skład i struktura odzwierciedlają wybrany indeks giełdowy (np. S&P500 lub WIG). Fundusze indeksowane zostały wprowadzone do oferty inwestorów instytucjonalnych w 1971 roku, kiedy Wells Fargo założył

²⁶⁹ L.E. Lee, op.cit., s. 3.

²⁷⁰ S. Thomsen, T. Pedersen, *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal” 2000, vol. 21, no. 6, s. 689–705.

fundusz emerytalny dla pracowników firmy Samsonite o wartości 6 mln dolarów. Początkowo w portfelu znajdowały się akcje wszystkich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Nowym Jorku w równej proporcji. Dwa lata później Wells Fargo uruchomił pierwszy fundusz, który odzwierciedlał indeks S&P500. Pomysłodawcą tego produktu inwestycyjnego był William Fouse, który postulował, aby fundusze tego typu były zarządzane automatycznie przez komputery. Klienci indywidualni otrzymali możliwość inwestowania w fundusze indeksowane (pasywne) w 1976 roku. Fundusze te stały się bardzo popularne wśród inwestorów, gdyż w latach 1972–1976 miały wyniki lepsze od 70% funduszy akcji zarządzanych aktywnie. Od roku 1977 ten trend się odwrócił i fundusze pasywne osiągały średnio niższe stopy zwrotu. Dopiero w latach 90. XX wieku wyniki funduszy pasywnych zaczęły się znów poprawiać (na tle funduszy aktywnych)²⁷¹. Zwolennicy funduszy pasywnych twierdzą, że rynki są efektywne, więc trudno jest osiągać stopy zwrotu wyższe niż cały rynek kapitałowy w długim okresie²⁷². W przypadku tej strategii możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków daje inwestycja w całą branżę lub rynek, które według zarządzającego są niedowartościowane i w długim okresie mogą znacząco poprawić swoje wyniki²⁷³.

Możliwe jest też łączenie powyższych i prowadzenie tzw. strategii mieszanej. Zwykle wykorzystywane są elementy wszystkich strategii.

Przykładowo *matched funding* to strategia, w której zarządzający podejmując decyzje inwestycyjne, skupiają się na generowaniu przepływów pieniężnych, które odpowiadają zobowiązaniom inwestora instytucjonalnego (np. funduszu emerytalnego) na rzecz członków. Przykładem takich inwestycji jest zakup obligacji o terminie wymagalności identycznym, jak termin zapadalności zobowiązań. Tym samym inwestor instytucjonalny nie ponosi ryzyka. W praktyce strategia *matched funding* nie jest powszechnie stosowana. Wymaga ona wielu transakcji o niskiej wartości, co generuje wysokie koszty transakcyjne. Nie są możliwe też inwestycje w bardziej rozbudowane instrumenty finansowe, które przynoszą wyższe stopy zwrotu (np. obligacje z opcją wcześniejszego wykupu). Inwestorzy finansowi często wykorzystują strategię immunizacyjną i hedgingową, które umożliwiają dopasowanie *duration*²⁷⁴ obligacji do zapadalności zobowiązań, czyli pozwalają skutecznie zarządzać ryzykiem stopy procentowej.

²⁷¹ K. Kazanjian, *Guide to Mutual Funds 2000*, New York Institute of Finance, New York 2000, s. 30–35.

²⁷² Hipoteza rynku efektywnego zakłada, że ceny papierów wartościowych w pełni uwzględniają/odzwierciedlają wszystkie informacje dostępne na rynku, dotyczące tych papierów.

²⁷³ J. Engelhard, S. Eckert, op.cit.

²⁷⁴ *Duration* to średni ważony okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji (średni termin wykupu obligacji).

W przypadku strategii *projective funding* oczekuje się, że zarządzający, wykorzystując swoją wiedzę i doświadczenie, będą tak alokować aktywa, aby osiągać korzyści ze zmian cen i stóp procentowych na rynkach finansowych²⁷⁵.

Do zarządzania aktywami używana jest również strategia *Global Tactic Asset Allocation* (GTAA). Wykorzystuje ona narzędzia statystyczno-ekonometryczne, za pomocą których poszukuje się nieefektywnie wycenionych aktywów, umożliwiających osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Jest to taktyczna alokacja zasobów. Sprawne wykorzystanie tej strategii powoduje, że możliwe jest osiągnięcie wyższych stóp zwrotu bez konieczności ponoszenia większego ryzyka, czyli zwiększanie współczynnika *alfa*²⁷⁶. W tym przypadku ważne jest też globalne spojrzenie na rynki finansowe. Do budowania portfeli o wysokich stopach zwrotu wykorzystuje się często instrumenty pochodne oraz krótką sprzedaż. Tam gdzie spodziewana jest hossa, należy nabyć kontrakty *futures* lub *forward*, a tam gdzie przewiduje się spadki, trzeba te kontrakty sprzedać. Podobne operacje mogą być wykonywane w odniesieniu do walut, surowców lub obligacji. Generalnie zarządzający najpierw podejmują decyzję dotyczącą klas aktywów, a następnie wybierają rynki, na których chcą inwestować. GTAA jest stosunkowo nowym pomysłem i prawdopodobnie będzie zyskiwał na popularności w przyszłości²⁷⁷.

Inwestorzy instytucjonalni, lokując środki, są zobowiązani do uwzględniania wytycznych zawartych w polityce inwestycyjnej, w której zazwyczaj znajdują się limity inwestycyjne w określone klasy aktywów. Dodatkowo część funduszy decyduje się na wpisanie wskazówek inwestycyjnych związanych z kwestiami ładu korporacyjnego, zrównoważonego rozwoju, spraw społecznych i środowiskowych. Przykładem jest Norweski Państwowy Fundusz Emerytalny, który posiada własną radę etyki. Zabrania ona m.in. inwestowania w spółki, których działanie prowadzi do łamania praw człowieka (np. praca dzieci, korupcja). Wśród największych sprzedanych pakietów były m.in.: Rio Tinto (882 mln dolarów w 2008 roku za szkody środowiskowe) oraz Wal-Mart (372 mln dolarów w 2006 roku za łamanie praw człowieka i praw pracowniczych). W 2010 roku fundusz pozbył się akcji 17 producentów papierosów (o wartości 2 mld dolarów), natomiast w 2015 roku

²⁷⁵ J. Madura, *Financial Institutions and Markets*, South-Western Cengage Learning, International Edition 2010, s. 664.

²⁷⁶ Wskaźnik *alfa* to miara różnicy pomiędzy rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu funduszu przy poziomie ryzyka rynkowego mierzonego wskaźnikiem *beta*. Dodatni wskaźnik *alfa* oznacza, że fundusz radził sobie lepiej niż zakładał wskaźnik *beta*, natomiast ujemny wskaźnik *alfa* oznacza gorszy wynik funduszu w stosunku do oczekiwań wyrażonych we wskaźniku *beta*.

²⁷⁷ R. Huterski, *Założenia strategii Global Tactic Asset Allocation i jej wykorzystanie w działalności funduszy emerytalnych*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 488–490.

ustalono, że Fundusz nie może posiadać w swoim portfelu akcji spółek, które generują ponad 30% przychodów z węgla²⁷⁸. Ponadto Fundusz powinien aktywnie wyrażać swoją dezaprobatę dla pozyskiwania energii z tego surowca. Ofiarami tej polityki były polskie spółki giełdowe PGE oraz JSW²⁷⁹. Podsumowując, osiągnięcie jak najwyższej finansowej stopy zwrotu z inwestycji nie zawsze stanowi główny cel dla inwestorów instytucjonalnych.

E. Maug i N. Naik przeprowadzili badania, z których wynika, że zarządzający portfelami w funduszach inwestycyjnych w swoich strategiach inwestycyjnych często kierują się osobistym interesem – kluczowe znaczenie dla sposobu alokacji aktywów miała metoda ich wynagradzania. Szczególnie jest to widoczne w przypadku oceny opartej na przyjętym benchmarku. Badacze zauważyli, że inwestorzy instytucjonalni mieli tendencję do odwzorowywania portfeli konkurentów, co miało ustrzec ich przed ryzykiem utraty premii w danym okresie. Często narazali na stratę swoich klientów, nie wykorzystując pełni posiadanej wiedzy do podjęcia potencjalnie lepszych (ale innych niż pozostali inwestorzy) decyzji inwestycyjnych. Strategia podążania za grupą jest więc nie tylko obecna wśród menedżerów zarządzających produktami pasywnymi, lecz także stanowi pokusę dla potencjalnie aktywnych²⁸⁰.

Strategia inwestorów instytucjonalnych jest również zależna od strategii ich klientów. W przypadku klientów funduszy inwestycyjnych istnieje tendencja do alokowania środków w funduszach inwestycyjnych, które osiągały wysokie stopy zwrotu w ostatnich okresach, czyli tych, które inwestowały w spółki wzrostowe oraz prowadzą aktywne działania marketingowe na podstawie dotychczasowych wyników. Jednakże udowodniono w badaniach naukowych, że takie zachowanie drobnych inwestorów powoduje, iż fundusze te osiągają dużo niższe stopy zwrotu w przyszłości w długim okresie (tzw. *dumb money hypothesis*) również m.in. ze względu na częste dodatkowe emisje akcji spółek, które mają w portfelu. Jest to odpowiedź na rosnący popyt na walory danej spółki. Z drugiej strony udowodniono, że w krótkim horyzoncie czasowym drobni inwestorzy wybierają profesjonalnie zarządzane fundusze i osiągają dzięki nim krótkoterminowo lepsze wyniki (tzw. *smart money hypothesis*)²⁸¹. Generalnie, zarządzający funduszami

²⁷⁸ Council of Ethics For the Norwegian Government Pension Fund Global, <http://nettsteder.regjeringen.no/etikkradet/en/>

²⁷⁹ *Norweski fundusz rezygnuje z PGE*, Puls Biznesu, 7.03.2017, <https://www.pb.pl/norweski-fundusz-rezygnuje-z-pge-856167>

²⁸⁰ E. Maug, N. Naik, *Herding and Delegated Portfolio Management: The Impact of Relative Performance Evaluation on Asset Allocation*, IFA Working Paper, s. 223–1996.

²⁸¹ A. Frazzini, O. Lamont, *Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns*, „Journal of Financial Economics” 2008, vol. 88, s. 299–322.

muszą zatem radzić sobie z zarządzaniem płynnością – wpływami i odpływami środków od klientów i odpowiednio kreować swoją strategię.

Podsumowując, inwestorzy finansowi przyjmują różne strategie inwestycyjne, które zależne są zarówno od celu działalności oraz otoczenia, jak i metod wynagradzania zarządzających. Jednak zawsze ich nadrzędnym celem jest osiągnięcie wysokich stóp zwrotu, czyli wzrost wartości rynkowej walorów, które posiadają w portfelu inwestycyjnym.

W praktyce bardzo trudno jest znaleźć generalną zasadę, która gwarantowałaby zachowanie wysokiej efektywności inwestycji, gdyż prognozowanie przyszłej wartości spółek jest obarczone dużym prawdopodobieństwem popełnienia błędu. Możliwość wpływu na jej funkcjonowanie przez korzystanie z praw, które daje własność, sprawia, że inwestorzy mogą aktywnie działać na rzecz wzrostu jej wartości.

2.3.2. Zaangażowanie w nadzór nad spółkami

2.3.2.1. Podstawy prawne

Zgodnie z najnowszymi projektami dyrektyw Unii Europejskiej²⁸² polityka dotycząca zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje, powinna zostać włączona do ich strategii inwestycyjnej. Ze względu na fakt, że inwestorzy instytucjonalni dysponują znacznym kapitałem oraz posiadają doświadczenie, ich możliwości inwestycyjne są wyraźnie większe niż inwestorów indywidualnych. Dzięki dużej skali działalności mają możliwość dywersyfikacji ryzyka oraz dostęp do szerokiej gamy produktów i rynków. Ich oferta jest zatem atrakcyjna dla różnorodnych podmiotów – drobnych inwestorów indywidualnych, *High Net Worth Individuals* oraz przedsiębiorstw. Duża skala działalności sprawia, że zaangażowanie w nadzór nad spółkami, którego celem jest kreowanie długoterminowej wartości, staje się opłacalne. Leży ono również w interesie klientów inwestora instytucjonalnego.

Inwestorzy instytucjonalni są dodatkowo motywowani do zaangażowania przez liczne zachęty od organizacji międzynarodowych. Przykładem jest OECD, które wraz z G20 publikuje *Principles of Corporate Governance*²⁸³ – dokument zawierający punkt odniesienia w obszarze dobrych praktyk ładu korporacyjnego w ujęciu

²⁸² Szczegóły dotyczące prac nad wspomnianą dyrektywą znajdują się w dalszej części tego podrozdziału.

²⁸³ G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, Sept 2015, <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>

globalnym. Według niego skuteczny system ładu korporacyjnego musi zapewniać równość oraz możliwość wykonywania praw akcjonariuszy dla wszystkich – również tych mniejszościowych. Wśród tych praw wymienia się udział w zyskach, dostęp do informacji oraz głosowanie na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Podstawowe obszary podejmowania decyzji przez akcjonariuszy to wybór członków rady dyrektorów (lub rady nadzorczej), zmiany w dokumentach statutowych spółki, zatwierdzanie transakcji nadzwyczajnych, zatwierdzanie emisji nowych akcji. Kwestie podziału zysku, ustalania wynagrodzeń czy wyboru audytorów leżą w gestii akcjonariuszy w niektórych jurysdykcjach. Równe traktowanie, możliwość zaangażowania i decydowania przez akcjonariuszy mniejszościowych ma zapewnić właściwe prawodawstwo krajowe.

OECD zwraca uwagę na umożliwianie wszystkim uprawnionym udziału w walnych zgromadzeniach. Spółka jest zobowiązana do przekazania szczegółowych informacji o terminie, miejscu i agendzie odpowiednio wcześniej. Wszyscy akcjonariusze powinni być też poinformowani o zasadach i procedurach głosowania. Zachęca się do wykorzystywania rozwiązań elektronicznych, co ma ułatwić ten proces. Ponadto akcjonariusze powinni mieć prawo do zadawania pytań radzie, wpływ na porządek obrad zgromadzenia oraz proponowanie uchwał. Dokument zwraca uwagę, że konieczne jest umożliwienie inwestorom instytucjonalnym konsultowania się między sobą w najważniejszych kwestiach (wybór członków rady, zmiany w porządku obrad, rozmowy ze spółką na temat przestrzegania dobrych praktyk ładu korporacyjnego) w granicach prawa. Dotyczy to przede wszystkim spółek o rozproszonej strukturze własności.

Dokument OECD zawiera również szczegółowe instrukcje dla inwestorów instytucjonalnych w zakresie ich zaangażowania. Są oni zachęcani do:

- ujawniania swojej polityki w zakresie *corporate governance* oraz głosowania w spółkach, w których posiadają akcje,
- prowadzenia działania powierników lub innych przedstawicieli w interesie rzeczywistych właścicieli akcji,
- ujawniania wszelkich konfliktów interesów,
- niestosowania praktyk *insider tradingu* i innych manipulacji na rynku.

Istotny jest również dostęp inwestorów instytucjonalnych do wiarygodnej informacji o spółce (w tym o wycenie jej akcji), co ma promować efektywny nadzór korporacyjny.

Podsumowując, OECD w swoich rekomendacjach zobowiązuje spółki do zapewnienia wszystkim akcjonariuszom (szczególnie instytucjonalnym) możliwości realnego wpływu na nadzór. Główną formą tego zaangażowania jest aktywny udział w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy.

Podobny wydzźwięk ma wspomniana dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z 2007 roku²⁸⁴, określająca wykonywanie praw akcjonariuszy. Dyrektywa zachęca do wykonywania prawa głosu w spółkach, w których inwestorzy posiadają akcje, gdyż „skuteczna kontrola sprawowana przez akcjonariuszy jest nieodzownym wymogiem dobrego ładu korporacyjnego”²⁸⁵.

Podstawowy tekst dyrektywy z 2007 roku miał na celu wyrównanie praw akcjonariuszy we wszystkich krajach członkowskich w obszarze głosowania na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Wzmocnienie praw akcjonariuszy następuje przez:

- rozszerzenie zasad dotyczących przejrzystości i dostępu do informacji dla wszystkich akcjonariuszy, w tym możliwość zapoznania się z dokumentacją WZA (walnego zgromadzenia akcjonariuszy) w czasie wystarczającym na jej analizę,
- prawo do wpływania na porządek obrad WZA, przedstawiania projektów uchwał oraz zadawania pytań,
- uregulowanie procesu głosowania przez pośrednika z zachowaniem odpowiedniego poziomu wiarygodności i przejrzystości,
- umożliwienie udziału w walnym zgromadzeniu za pośrednictwem środków elektronicznych,
- zwiększenie skuteczności łańcucha pośredników finansowych,
- zapewnienie możliwości transgranicznego wykonywania prawa głosu.

Od 2014 roku trwają prace nad zmianą dyrektywy, która ma zachęcać akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania. W zaprezentowanych dotychczas projektach dokumentów znajduje się stwierdzenie, że „większe zaangażowanie akcjonariuszy na rzecz ładu korporacyjnego spółek jest jednym z narzędzi, które mogą przyczynić się do poprawy finansowych i niefinansowych wyników tych spółek”²⁸⁶. Zauważono, że inwestorzy instytucjonalni²⁸⁷ są nadmiernie skoncentrowani na krótkoterminowych zyskach (zaniedbując funkcję monitorującą), co prowadzi do nieoptymalnego ładu korporacyjnego i wyników spółek giełdowych. Krótkoterminowa perspektywa sprzyja m.in. ograniczaniu inwestycji w badania i rozwój w spółkach. Stąd regulacje unijne zmierzają do zachęcenia inwestorów instytucjonalnych do zaangażowania bardziej zrównoważonego i długoterminowego, co ma przynieść korzyści nie tylko im samym, ale również pozostałym interesariuszom.

²⁸⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2007/36/WE.

²⁸⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2007/36/WE., wprowadzenie, punkt 3.

²⁸⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2015/... w sprawie zmiany dyrektywy 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania, dyrektywy 2013/34/UE w zakresie określonych elementów oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego oraz dyrektywy 2004/109/WE, wprowadzenie, punkt 2a.

²⁸⁷ Inwestorzy instytucjonalni w rozumieniu niniejszego opracowania; w terminologii dyrektywy są to bowiem zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i podmioty zarządzające aktywami.

Dyrektywa ta skupia się na zaangażowaniu akcjonariuszy w nadzór nad spółkami, w których mają akcje, i definiuje je jako:

- monitorowanie przez akcjonariusza samodzielnie lub wspólnie z innymi spółek w zakresie: strategii, wyników finansowych i niefinansowych, ryzyka, struktury kapitałowej, zasobów kadrowych, oddziaływania społecznego i środowiskowego oraz ładu korporacyjnego,
- prowadzenie dialogu ze spółką i zainteresowanymi stronami w powyższych kwestiach,
- wykonywanie praw głosu i innych praw związanych z posiadanymi akcjami.

Inwestorzy instytucjonalni są zobowiązani do opracowania polityki dotyczącej tego zaangażowania. Powinna ona być włączona do strategii inwestycyjnej. Poza powyższym zakresem polityka zawiera informacje na temat korzystania z usług świadczonych przez doradców inwestorów w związku z głosowaniem, współpracy z innymi akcjonariuszami oraz prowadzenia dialogu i współpracy z innymi zainteresowanymi stronami spółek. Również zarządzanie faktycznymi lub potencjalnymi konfliktami interesów pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a spółkami, w których dokonali oni inwestycji, powinno być uregulowane we wspomnianej polityce. Ponadto inwestorzy instytucjonalni są zobowiązani do podawania do publicznej wiadomości informacji o tym, czy i jak głosowali na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy wraz z uzasadnieniem.

Dodatkowo dyrektywa ta zawiera wytyczne w następujących kwestiach:

- zapewnienia możliwości identyfikacji wszystkich akcjonariuszy przez spółkę i aktywnego komunikowania się z nimi,
- umożliwienia akcjonariuszom bycia reprezentowanymi przez podmioty trzecie (np. pośredników finansowych) w procesie wykonywania ich praw, w tym przejrzystości w odniesieniu do doradców inwestorów w związku z głosowaniem,
- transparentności kosztów związanych z pośrednictwem,
- praw akcjonariuszy do głosu w sprawie polityki wynagradzania dyrektorów spółek oraz transakcji z podmiotami powiązanymi.

Podsumowując, nowe regulacje, znajdujące się w projekcie dyrektywy, mają na celu zobligowanie inwestorów instytucjonalnych do większego zaangażowania w nadzór nad spółkami i przez to do przyczyniania się kreowania w nich wartości w długim okresie. Według jego autorów będzie to miało również pozytywny wpływ na całą gospodarkę europejską i jej zrównoważony rozwój.

Dodatkowo niemal we wszystkich krajach świata istnieją dokumenty, będące zbiorem dobrych praktyk w obszarze *corporate governance*. Są one najczęściej przygotowane z myślą o spółkach notowanych na lokalnych giełdach papierów wartościowych i mają na celu wprowadzenie akceptowalnych standardów międzynarodowych

w obszarze ładu korporacyjnego, do których wdrożenia zachęcane są lokalne podmioty. Autorami tych wytycznych są m.in. banki centralne, regulatorzy rynków finansowych, giełdy, stowarzyszenia inwestorów, inwestorzy instytucjonalni oraz inne grupy robocze, zajmujące się tematyką ładu korporacyjnego.

Przykładowo wspomniany w pierwszym rozdziale *Stewardship Code*, obowiązujący w Wielkiej Brytanii, zawiera rekomendacje dla inwestorów w obszarze ich odpowiedzialności za nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje. Inwestorzy instytucjonalni są zobowiązani do raportowania realizacji tych zaleceń. Siedem głównych zaleceń to:

- ujawnianie polityki związanej z wypełnianiem obowiązków nadzorczych,
- ujawnianie polityki zarządzania konfliktem interesów,
- monitorowanie spółek, w których posiadają akcje,
- ustanowienie ścieżki eskalacji w obszarze nadzorczym nad spółkami,
- działanie we współpracy z innymi inwestorami,
- posiadanie polityki dotyczącej głosowań i jej ujawniania,
- regularne raportowanie działań nadzorczych i wykonywanych głosowań²⁸⁸.

Przytoczone rekomendacje są spisane w podobnym duchu, jak wspomniane wcześniej wytyczne organizacji międzynarodowych.

Podsumowując, w świetle powstających dokumentów prawnych inwestorzy instytucjonalni są zachęcani (a często zobligowani) do angażowania się w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje.

2.3.2.2. Postawa inwestorów instytucjonalnych wobec możliwości zaangażowania w nadzór nad spółkami

Istnieją hipotezy²⁸⁹ mówiące o tym, że ogólne zaangażowanie akcjonariuszy w nadzór nad spółką jest zależne od jej struktury własności. Najsilniejsze występuje wtedy, gdy jest duże rozproszenie własności, ale pakiet kontrolny pozostaje skupiony w rękach małej liczby akcjonariuszy dominujących. Średnie zaangażowanie obserwuje się w przypadku, gdy również pakiet kontrolny należy do małej liczby akcjonariuszy, ale liczba inwestorów portfelowych (posiadających niewielkie udziały) też jest niewielka. Słabe zaangażowanie występuje przy stosunkowo dużej koncentracji własności, ale równocześnie z dużą liczbą akcjonariuszy, których akcje stanowią pakiet kontrolny. Natomiast brak zaangażowania akcjonariuszy w działalność spółki charakteryzuje całkowicie rozproszoną strukturę własności

²⁸⁸ J. du Plessis, op.cit., s. 377–378.

²⁸⁹ S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, op.cit., 2002, s. 198–199.

bez dominujących właścicieli. Opisana typologia zaangażowania akcjonariuszy w działalność spółki została przedstawiona na rysunku 2.

Rysunek 2. Zaangażowanie akcjonariuszy w działalność spółki

Liczba akcjonariuszy, których akcje tworzą pakiet kontrolny	duża	SŁABE	BRAK
	mała	ŚREDNIE	DUŻE
		mała	duża
		Liczba inwestorów portfelowych (poziom rozproszenia akcji)	

Źródło: S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 199.

Według tej teorii w anglosaskim systemie ładu korporacyjnego ogólne zaangażowanie akcjonariuszy (w tym inwestorów instytucjonalnych) powinno być bardzo niskie, a wiodącą rolę w spółkach powinni odgrywać menedżerowie. Natomiast w systemie tradycyjnie kontynentalnym rola akcjonariuszy powinna być większa. Niestety, zaprezentowana typologia nie określa jednoznacznie różnic w zaangażowaniu poszczególnych typów akcjonariuszy.

Analizując działanie inwestorów instytucjonalnych na rynkach finansowych, można zauważyć, że nie jest ono jednolite i zależy od przyjętej strategii. W zależności od sposobu zachowania na rynkach finansowych B. Bushee²⁹⁰ dokonał ich podziału na trzy grupy. Pierwszy typ to „oddani” inwestorzy, którzy przez długi okres utrzymują duże pakiety akcji w spółkach. Druga grupa to akcjonariusze „chwilowi”, czyli skupieni na krótkoterminowych inwestycjach, szybko kupujący i sprzedający niewielkie pakiety akcji. Ostatni typ to inwestorzy „quasi-indeksowi”, którzy posiadają duże portfele, dobrze zdywersyfikowane i nie dokonują częstych transakcji.

W zakresie zaangażowania w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje, „oddani” inwestorzy są zwykle dominującymi akcjonariuszami, którzy podejmują kluczowe decyzje. Inwestorzy „chwilowi” działają bardzo krótkoterminowo, więc kreowanie wartości w długim okresie nie leży w sferze ich interesów. Dalsza analiza

²⁹⁰ B. Bushee, *Do institutional investors prefer near-term earnings over long run value?*, „Contemporary Accounting Research” 2001, vol. 18, no. 2, s. 207–246.

zaangażowania i działalności inwestorów instytucjonalnych dotyczy zatem inwestorów „quasi-indeksowych”²⁹¹, czyli świadomie i długoterminowo zarządzających swoimi portfelami. Ich możliwość zaangażowania w nadzór nad spółkami, w których mają akcje, jest w dużej mierze uzależniona od jakości ładu korporacyjnego, gdyż są zwykle akcjonariuszami mniejszościowymi. Długoterminowy horyzont inwestycyjny zachęca do takiego zaangażowania. Jego rodzaje oraz strategie inwestycyjne tych podmiotów zostały opisane w dalszej części podrozdziału.

Nie ma reguły związanej z typem inwestorów instytucjonalnych i intensywnością zaangażowania – również pasywni inwestorzy biorą czasami aktywny udział w wykonywaniu praw akcjonariusza. Istnieje natomiast zależność pomiędzy poziomem rozwoju rynków finansowych a aktywnością inwestorów instytucjonalnych – w przeciwieństwie do rynku amerykańskiego rynki wschodzące, tzw. *emerging markets*, charakteryzują się niską aktywnością inwestorów instytucjonalnych, co również jest konsekwencją ciągłej skoncentrowanej struktury własności²⁹².

W teorii formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami zależą od wielu czynników. Do najważniejszych należą²⁹³:

- zorientowanie na osiągnięcie przez inwestora instytucjonalnego zysku dla jego własnych akcjonariuszy – konieczność wypracowywania własnych zysków i działalność typowo komercyjna może prowadzić do wniosku o nieopłacalności angażowania zasobów w prowadzenie nadzoru nad spółkami, w których inwestor instytucjonalny posiada akcje;
- horyzont czasowy podejmowanych inwestycji – konieczność zachowywania wysokiej płynności papierów wartościowych w portfelu zniechęca do długoterminowego zaangażowania w nadzór, a czasem go formalnie utrudnia (np. ograniczenia w handlu akcjami przez podmioty posiadające przedstawiciela w radzie dyrektorów);
- strategia inwestycyjna – w teorii, zarządzający portfelami aktywnie powinni być też zainteresowani zaangażowaniem w nadzór nad spółkami;
- struktura opłat za zarządzanie;
- struktura portfela inwestycyjnego i poziom jego koncentracji – mniejsza liczba spółek w portfelu sprzyja większemu zaangażowaniu, większa dywersyfikacja

²⁹¹ Definicja inwestorów instytucjonalnych jest tu tożsama z pojęciem inwestorów instytucjonalnych w pierwszym rozdziale niniejszego opracowania. Klasyczne fundusze inwestycyjne, emerytalne, banki i zakłady ubezpieczeń stanowią zatem według tej typologii inwestorów w znakomitej większości „quasi-indeksowych”.

²⁹² S.L. Gillan, L.T. Starks, op.cit., s. 7–10, 14–15.

²⁹³ S. Celik, M. Isaksson, *Institutional investors and ownership engagement*, „OECD Journal. Financial Market Trends” 2013, Paris, vol. 2, s. 93–114.

utrudnia skuteczny monitoring, a inwestorów chcących nadzorować spółki zmusza do korzystania z firm konsultingowych specjalizujących się w tego typu usługach,

- cele polityczne i społeczne – część inwestorów instytucjonalnych wpisuje w swoją politykę cele społeczne, których realizacja wymaga zaangażowania w nadzór nad spółkami.

Własność instytucjonalna bywa nazywana w literaturze anonimową, gdyż inwestorzy instytucjonalni nie zawsze w pełni korzystają ze swoich praw w zakresie nadzoru nad spółkami. Przede wszystkim duża płynność rynku kapitałowego i możliwość szybkiej sprzedaży akcji powodują, że podmioty te nie angażują się w aktywny monitoring²⁹⁴. Nie przeznaczają też znacznych środków na ten cel, zwłaszcza, jeżeli posiadali niewielkie pakiety akcji w danej spółce (portfele o dużej dywersyfikacji)²⁹⁵. Niski poziom zaangażowania inwestorów jest w literaturze tłumaczony również barierami prawnymi, w tym obawami o posądzenie o niedozwolone praktyki (*insider trading*). Ponadto w przypadku posiadania akcji spółek zlokalizowanych zagranicą występują trudności logistyczne w sprawowaniu nadzoru oraz konieczne jest podjęcie dodatkowego wysiłku w celu zrozumienia lokalnych uwarunkowań. Również korporacje transnarodowe nie zawsze prowadzą transparentne działania w zakresie *corporate governance* w odniesieniu do swoich zagranicznych spółek córek, co również należy do czynników zniechęcających²⁹⁶. Zdarza się też, że inwestorzy instytucjonalni są związani silnymi relacjami biznesowymi ze spółką portfelową. Przykładowo bank lub towarzystwo ubezpieczeniowe będące akcjonariuszem spółki, która jest równocześnie jego korporacyjnym klientem, może ograniczać swoją krytykę poczynań władz tejże spółki w obawie przed utratą tego klienta i przychodów, które dzięki niemu generuje²⁹⁷. Inwestorzy instytucjonalni mają również obawy przed tzw. jazdą na gapę. Zasoby, zainwestowane w aktywne zaangażowanie w nadzór korporacyjny, przyczyniają się do wzrostu wartości spółki, na czym korzystają wszyscy akcjonariusze – również ci, którzy nie partycypowali w kosztach nadzoru²⁹⁸. Niska płynność rynku giełdowego wzmacnia ten problem,

²⁹⁴ E. Maug, *Boards of directors and capital structure: alternative forms of corporate restructuring*, „Journal of Corporate Finance” 1997, vol. 3, s. 113–139.

²⁹⁵ S. Bainbridge, *Shareholder activism and institutional investors*, Law-Econ Research Paper, no. 05–20, 2005.

²⁹⁶ R. Buxbaum, *Comparative Aspects of Institutional Investment and Corporate Governance*, [w:] T. Baum, R. Buxbaum, K. Hopt i inni (red.), *Institutional investors and corporate governance*, Walter de Gruyter, Berlin/Nowy Jork 1994, s. 3–22.

²⁹⁷ M. Aluchna, op.cit., 2015, s. 206.

²⁹⁸ C. Rose, *Can institutional investors fix the corporate governance problem? Some Danish evidence*, „Journal of Management & Governance” 2007, Dordrecht, vol. 11, no. 4, 405–428.

a niechęć do aktywnego zaangażowania się w nadzór nad spółkami przejawia się zmniejszaniem pakietu akcji i rosnącą dywersyfikacją portfela²⁹⁹.

Na podstawie wcześniejszych rozważań S. Celik i M. Isaksson³⁰⁰ stworzyli klasyfikację inwestorów instytucjonalnych ze względu na stopień zaangażowania. Wyróżnili oni następujące grupy:

- niezaangażowani – nie angażują się wcale, co może wynikać z barier prawnych lub braku wymiernej zachęty; typowi przedstawiciele: fundusze zarządzane pasywnie;
- zaangażowani reaktywnie – najczęściej korzystają z usług tzw. *proxy advisors*, ich zaangażowanie jest schematyczne, naśladujące zachowania innych akcjonariuszy; typowi przedstawiciele: duże fundusze inwestycyjne;
- zaangażowanie typu *alfa* – inwestorzy wierzą, że ich działalność pozwoli im osiągnąć ponadprzeciętne zyski z inwestycji; typowi przedstawiciele: inwestorzy-aktywiści, fundusze *private equity*;
- zaangażowanie insiderskie – dzięki dużemu pakietowi akcji inwestor instytucjonalny realnie wpływa na spółkę, np. desygnując przedstawiciela do rady dyrektorów; typowi przedstawiciele: zamknięte fundusze inwestycyjne.

Pomimo że w niniejszym opracowaniu inwestorzy instytucjonalni zdefiniowani są jako zorientowane portfelowo fundusze inwestycyjne, emerytalne, banki i zakłady ubezpieczeń, to przejawiają oni niemal wszystkie wymienione typy zaangażowania.

Aktywność inwestora instytucjonalnego może się różnić w zależności od jego specyfiki. Fundusze inwestycyjne wykazują na ogół umiarkowane zaangażowanie, co dotyczy przede wszystkim funduszy zarządzanych aktywnie. Mogą one w każdej chwili zmienić skład swojego portfela (zarządzanie aktywne) oraz nie są zobowiązane do osiągnięcia określonej stopy zwrotu dla swoich klientów. Tak zwane głosowanie nogami, czyli sprzedaż akcji, jest czynnikiem dyscyplinującym menedżerów³⁰¹. W przypadku pasywnych funduszy inwestycyjnych brak możliwości kształtowania portfela inwestycyjnego powoduje, że zarządzający mają motywację do nadzoru nad spółką i wspierania wzrostu jej wartości. Podobnie fundusze emerytalne o zdefiniowanym świadczeniu, które celują w osiągnięcie określonej stopy zwrotu dla klientów, mają motywację do dbania o wzrost wartości spółek portfelowych, czemu sprzyja zaangażowanie w nadzór nad nimi. Fundusze emerytalne zwykle działają w dłuższym horyzoncie czasowym niż fundusze

²⁹⁹ E. Maug, *Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, no. 1, s. 65–98.

³⁰⁰ S. Celik, M. Isaksson, op.cit.

³⁰¹ M. Aluchna, op.cit., 2015, s. 166–167.

inwestycyjne i są też bardziej aktywne w obszarze *corporate governance*, skupiając się na kwestiach większej przejrzystości w przedsiębiorstwach, a także sprawach społecznych i środowiskowych³⁰².

Szczególłą rolę nadzorczą pełnią banki, które tradycyjnie są obecne w akcjonariatach spółek niemieckich oraz japońskich. Zwykle pełnią one rolę zarówno akcjonariusza, jak i kredytodawcy, co powoduje konflikt interesów. W przypadku Japonii udowodniono, że w latach 90. XX wieku działania banków w obszarze ładu korporacyjnego spółek miały charakter krótkoterminowy i były ukierunkowane na osiągnięcie przez nie własnych korzyści. Spółki, które były uzależnione od tych podmiotów, osiągały też gorsze wyniki na giełdach. W Niemczech zaobserwowano, że siła głosu banków na WZA jest znacznie większa niż wynika to ze struktury własności ze względu na głosy pełnomocników i członkostwo w zarządach. Banki miały tam zazwyczaj znacznie lepsze pozycje kredytowe w spółkach niż inwestycje akcyjne, co sprzyjało konfliktowi interesów. Badania naukowe sugerują, że działalność banków ma co najwyżej skromny wpływ na wyniki giełdowe spółek³⁰³.

2.3.2.3. Formy zaangażowania

Kumulując środki pojedynczych inwestorów i dysponując znacznymi pakietami akcji, inwestorzy instytucjonalni nabywają prawo głosu w posiadanych spółkach, a także prawo do monitorowania i kontrolowania działań menedżerów. Inwestorzy instytucjonalni (szczególnie w Stanach Zjednoczonych) korzystają aktywnie z możliwości, jakie daje im system ładu korporacyjnego w spółkach. Do najczęściej wymienianych w literaturze form zaangażowania inwestorów w działalność spółki należą:

- konstruktywny dialog z zarządem (radą nadzorczą) – wnioskowanie o informacje dotyczące bieżącej działalności spółki oraz zgłaszanie wątpliwości i dyskusja nad kluczowymi decyzjami, zarówno w czasie walnego zgromadzenia akcjonariuszy, jak i spotkań indywidualnych;
- głosowanie – wykonywanie prawa głosu na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy; staje się to coraz łatwiejsze dzięki np. głosowaniom elektronicznym, gdyż wymaganie fizycznej obecności przedstawiciela inwestora utrudnia wykonanie prawa głosu, szczególnie w przypadku inwestycji zagranicznych;

³⁰² Ibidem, s. 169–170.

³⁰³ J. Dreyer, *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynekocentrycznym*, [w:] K. Lis, H. Sterniczuk (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 224–248.

- wnioski (uchwały) akcjonariuszy – zgłaszane zazwyczaj przez akcjonariuszy posiadających w sumie ponad 5% udziałów i głosowane podczas walnego zebrania akcjonariuszy;
- lista spółek obserwowanych – część inwestorów instytucjonalnych tworzy listy spółek osiągających wyniki niższe od średniej rynkowej, a następnie negocjuje z zarządem wprowadzenie zmian strukturalnych (również personalnych), mających na celu zwiększenie efektywności zarządzania, co ostatecznie często prowadzi do poprawy wyników finansowych spółki³⁰⁴.

A. Słomka-Gołębiowska³⁰⁵ przedstawia bardziej szczegółowy podział form zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. Są to:

- kontakt i dyskusja z zarządem,
- kontakt i dyskusja z radą nadzorczą,
- sprzedaż akcji,
- przedłożenie projektu uchwały na walnym zgromadzeniu,
- głosowanie przeciwko uchwałom przedłożonym przez zarząd,
- krytyka na WZA,
- naciski na radę nadzorczą w celu zmiany składu zarządu,
- publiczna krytyka zarządu,
- spór sądowy.

Wymienione formy można uznać za uszczegółowienie bardziej ogólnej klasyfikacji zaproponowanej wcześniej przez C. Mallin, gdyż większość z nich da się przyporządkować do szerszych kategorii. J. Dreyer³⁰⁶ wyróżnia również działania mające na celu pozyskanie wsparcia urzędów regulujących rynek papierów wartościowych w celu przyjęcia określonego przepisu lub wstrzymania określonego działania, a także lobbing. Są to formy typowe dla rynku amerykańskiego, podobnie jak rozpoczynanie walki o pełnomocnictwa (proxy) lub udział w niej, co ma skutkować zmianą kierownictwa spółki.

W latach 90. XX wieku zostało przeprowadzone badanie³⁰⁷ zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Wielkiej Brytanii. Rozmówcy, którzy wzięli udział w pogłębionych wywiadach, wskazywali na kluczowe znaczenie spotkań prywatnych z członkami rady dyrektorów, w czasie których głównymi

³⁰⁴ C. Mallin, *Institutional and Other Shareholders*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Wiley, Hoboken, NJ 2010, s. 391–408.

³⁰⁵ A. Słomka-Gołębiowska, *Znaczenie OFE w gospodarce transformującej się: perspektywa ładu korporacyjnego*, [w:] B. Borkowska (red.), *25 lat gospodarki rynkowej w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 76–90.

³⁰⁶ J. Dreyer, op.cit.

³⁰⁷ J. Holland, *Influence and Intervention by Financial Institutions in their Investee Companies*, „Corporate Governance: An International Review”, October 1998, vol. 6, no. 4, Oxfords, s. 249–264.

tematami rozmów są strategia (w tym innowacyjność), wyniki finansowe spółki, przestrzeganie dobrych praktyk ładu korporacyjnego oraz pozycja spółki na tle konkurencji. Inwestorzy instytucjonalni starali się przewidywać potencjał inwestycyjny spółek na podstawie ich innowacyjności i kompetencji kadry menedżerskiej. Dzięki bliskiej współpracy inwestorzy instytucjonalni stanowili ciało doradcze i rozwinęli system wczesnego ostrzegania o zagrożeniach dla spółek, w których posiadali akcje. Publiczna eskalacja konfliktu następowała jedynie w kryzysowych sytuacjach braku porozumienia. Wielka Brytania ma długą tradycję zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami (w porównaniu np. ze Stanami Zjednoczonymi, gdzie istniały bariery regulacyjne) ze względu na historyczny brak ograniczeń w nabywaniu akcji przez różne typy inwestorów instytucjonalnych. Dodatkowo zaangażowaniu sprzyja stosunkowo wysoka koncentracja własności w porównaniu do innych krajów anglosaskich (ale niższa niż w krajach Europy kontynentalnej)³⁰⁸. Stąd przytoczone badanie stanowi cenną wskazówkę dotyczącą kierunku jego rozwoju w Europie.

2.3.2.4. Zaangażowanie akcjonariuszy – aktywistów

Najbardziej aktywni inwestorzy instytucjonalni uznawani są za tzw. inwestorów-aktywistów. Wykorzystują oni prawa, które wynikają z posiadanych przez nich akcji do wywierania wpływu na spółkę. Formalnie są akcjonariuszami mniejszościowymi, więc ich działania polegają bardziej na zwracaniu uwagi pozostałych akcjonariuszy oraz opinii publicznej na istniejące problemy. Wśród nich są fundusze hedgingowe, emerytalne oraz inwestycyjne, które stają się adwokatami zmian, które mają przynieść korzyść zarówno tym spółkom, jak i inwestorom w długim okresie.

Głównymi obszarami zmian, którymi zainteresowani są inwestorzy-aktywiści, jest strategia oraz zmiany personalne w kadrze zarządzającej spółką. Niemniej interesują ich również plany operacyjne przedsiębiorstwa związane z najbliższą przyszłością. Próbują oni wywierać presję na spółki w zakresie ochrony środowiska, praw człowieka oraz prawa pracy. Najczęściej mali inwestorzy-aktywiści (np. inwestorzy indywidualni lub przedstawiciele stowarzyszeń inwestorów indywidualnych) wykorzystują walne zgromadzenia akcjonariuszy do przedstawiania swoich argumentów. Inwestorzy instytucjonalni, których cechuje duża aktywność preferują natomiast bezpośrednie kontakty z menedżerami spółki lub współpracę z pośrednikami. Na swoje obiekty zainteresowania wybierają najczęściej spółki, które raportują wyniki wyraźnie poniżej swojego potencjału oraz w których istnieją

³⁰⁸ J. Dreyer, *op.cit.*, s. 224–248.

podważenia o nadużycia wśród kadry menedżerskiej (zarówno w radzie/zarządzie, jak i na niższych stopniach) lub o konflikt interesów, a także wątpliwości odnośnie adekwatności wynagrodzeń dla zarządzających³⁰⁹.

Działalność inwestorów aktywistów jest analizowana przez międzynarodowe firmy doradcze. PwC przygotowało raport³¹⁰, z którego wynika, że 29% rad dyrektorów w 2014 roku miało kontakt z inwestorami-aktywistami i podejmowało dyskusje na tematy przez nich sugerowane. Ze względu na rosnącą aktywność tych podmiotów spółki przygotowują strategie, które mają na celu sprawne i proaktywne rozwiązywanie kwestii podejmowanych przez inwestorów-aktywistów.

Najbardziej aktywni instytucjonalni inwestorzy-aktywiści, poza wspomnianym kontaktem indywidualnym ze spółką, podejmują wiele innych niestandardowych działań. Często nabywają znaczące pakiety akcji, również z wykorzystaniem instrumentów pochodnych (swapy na akcje), które zapewniają im anonimowość³¹¹. Pozwala to na przeprowadzenie pożądaných zmian w zakresie ładu korporacyjnego oraz składu rady. Ponadto tworzą też grupy mające wspólne interesy i tak próbują przeforsować swoje rozwiązania. Dodatkowo często dystrybuują materiały informacyjne do pozostałych akcjonariuszy, proponują własne wersje uchwał oraz kandydatów na członków rady, a także nie aprobują w głosowaniach uchwał dotyczących wynagrodzeń. W skrajnych przypadkach decydują się na spory sądowe³¹².

Przykładem funduszu aktywnie zaangażowanego w nadzór nad spółkami jest California Public Employees' Retirement System (CalPERS) – największy publiczny fundusz emerytalny w Stanach Zjednoczonych. Twierdząc, że właściwy ład korporacyjny prowadzi do lepszych wyników finansowych, CalPERS przedstawia postulaty związane z ulepszaniem systemu *corporate governance* w spółkach, w które zainwestował. Ponadto deklaruje współpracę z regulatorami oraz innymi podmiotami w celu budowania wartości przez wzmacnianie ładu korporacyjnego. W przeszłości często warunkował rozpoczęcie inwestycji w spółki z danego kraju (np. Niemcy, Japonia) wprowadzeniem należytych zmian w ładzie korporacyjnym³¹³. Dobre praktyki w tym zakresie opublikował w dokumencie *Global Prin-*

³⁰⁹ J. du Plessis, A. Hargovan, J. Harris, op.cit., s. 515–520.

³¹⁰ PwC, *Annual Corporate Directors Survey 2014*, October 2014, <https://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/annual-corporate-directors-survey/assets/annual-corporate-directors-survey-full-report-pwc.pdf>

³¹¹ Posiadacz swapa na akcje, który formalnie nie został splecony, nie musi ujawniać swojej obecności w akcjonariacie spółki.

³¹² J. du Plessis, A. Hargovan, J. Harris, op.cit., s. 521–526.

³¹³ B. Tricker, *The Evolution of Corporate Governance*, [w:] T. Clarke, D. Branson (red.), *The SAGE Handbook of Corporate Governance*, SAGE, Los Angeles 2012, s. 39–61.

principles of Accountable Corporate Governance, których wprowadzenie ma zapewnić satysfakcjonujące i stabilne stopy zwrotu z inwestycji, ważone ryzykiem³¹⁴.

Dodatkowo co roku fundusz publikuje listę spółek ze swojego portfela, których ład korporacyjny wymaga poprawy, co zwykle negatywnie wpływa na ich wartość rynkową. Następnie skupia się nad wprowadzeniem zasad transparentności, niezależności i wiarygodności, co ma podnieść wartość tych spółek dla akcjonariuszy. W praktyce w latach 1987–2007 139 spółek ze wspomnianej listy, które średnio znajdowały się o 84,2% poniżej benchmarku przed ingerencją funduszu, osiągnęły średnio 15,4% wyższe wyniki niż benchmark w ciągu pięciu lat³¹⁵.

Innym przykładem jest Hermes Investment, który odpowiedzialność społeczną i przestrzeganie dobrych praktyk ładu korporacyjnego uznaje za jedną z głównych wartości. Fundusz co kwartał publikuje obszerny raport, zawierający szczegóły zaangażowania w nadzór nad spółkami. Cztery główne obszary jego zainteresowania³¹⁶ to:

- środowisko (zmiany klimatu, polityka i strategia w zakresie dbania o środowisko, leśnictwo i zagospodarowanie gruntów, zanieczyszczenia i gospodarka odpadami, gospodarka wodna);
- kwestie etyczne i społeczne (korupcja, kultura organizacji, cyberbezpieczeństwo, różnorodność, zarządzanie kapitałem ludzkim, przestrzeganie praw człowieka, prawo pracy, zarządzanie łańcuchem dostaw, podatki);
- *governance* (różnorodność i doświadczenie członków rady³¹⁷, niezależność w radzie, wynagrodzenia zarządzających, ochrona praw akcjonariuszy, planowanie sukcesji);
- strategia, ryzyko i komunikacja (audyt i rachunkowość, strategia biznesowa, raportowanie i transparentność informacji, zarządzanie ryzykiem).

Fundusz działa globalnie i angażuje się w nadzór nad spółkami na wszystkich kontynentach. Stanowi on także punkt odniesienia dla innych inwestorów, gdyż publikuje rekomendacje dotyczące głosowań na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy oraz własne propozycje uchwał.

Aktywność m.in. inwestorów-aktywistów może być śledzona w corocznym raporcie³¹⁸ publikowanym przez Proxy Monitor, dotyczącym aktywności akcjo-

³¹⁴ C. Mallin, op.cit., 2010.

³¹⁵ A. Junkin, T. Toth, *The "CalPERS effect" on targeted company share price*, Wildshire Association, Santa Monica 2009.

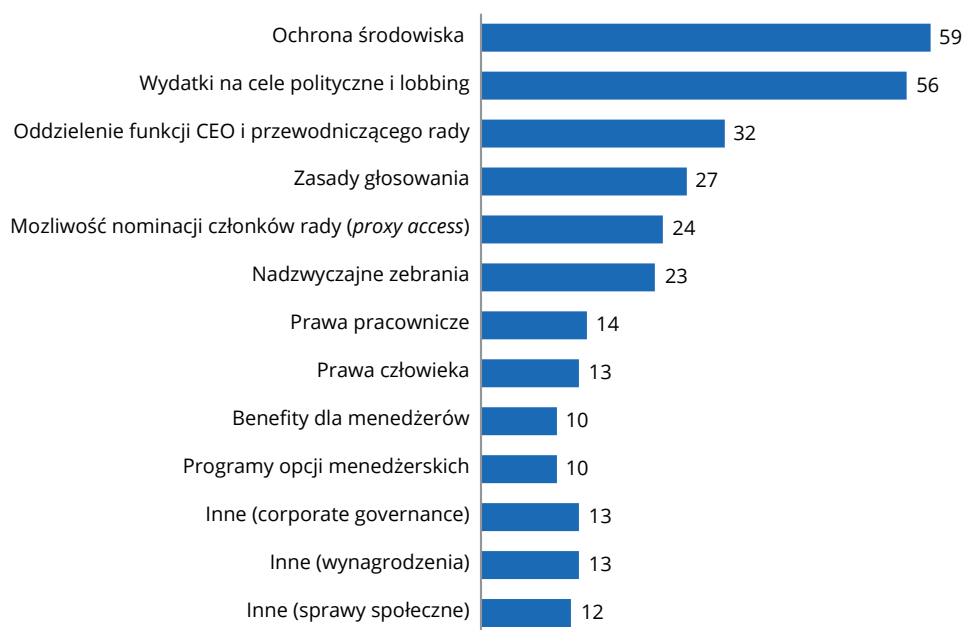
³¹⁶ <https://www.hermes-investment.com/uki/stewardship/hermes-eos-themes-and-impact/>

³¹⁷ Rady dyrektorów, zarządu lub rady nadzorczej.

³¹⁸ J. Copland, M. O'Keefe, *An Annual Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*, Proxy Monitor 2016.

nariuszy w zakresie składania projektów uchwał na WZA (dla 250 największych spółek amerykańskich). Tematyka wniosków w 2016 roku dotyczyła kwestii przedstawionych na rysunku 3.

Rysunek 3. Tematyka wniosków zgłaszanych przez akcjonariuszy w czasie WZA (2016) według Proxy Monitor



Źródło: J. Copland, M. O'Keefe, *An Annual Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*, Proxy Monitor 2016.

Spośród zgłoszonych wniosków jedynie 21 zostało przyjętych (czyli niecałe 7%), z czego 19 dotyczyło zasad ładu korporacyjnego w spółkach, a dwa spraw społecznych. Żaden z wniosków o tematyce wynagrodzeń nie został poparty przez większość akcjonariuszy.

Podsumowując, inwestorzy-aktywiści stanowią grupę najbardziej zaangażowaną w nadzór nad spółkami i starają się w pełni wykonywać prawa akcjonariuszy, które im przysługują. Kierunek ich działań jest również źródłem wskazówek inwestycyjnych oraz związanych z zaangażowaniem dla innych inwestorów.

2.3.3. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych a budowanie wartości spółek giełdowych

Inwestorzy instytucjonalni postrzegani są w badaniach naukowych jako podmioty pozytywnie wpływające na efektywność spółek, w których posiadają akcje. Do najważniejszych czynników, które o tym decydują, należą³¹⁹:

- posiadane zasoby i kompetencje, a także efekt skali umożliwiając efektywny i dyscyplinujący monitoring menedżerów;
- mając świadomość nadzoru ze strony profesjonalnych inwestorów instytucjonalnych, menedżerowie ograniczają manipulowanie zyskami oraz zwiększanie własnych płac, co prowadzi do wzrostu wartości spółki – ograniczone są tendencje do realizacji własnych interesów przez menedżerów;
- są wymagającymi inwestorami, poszukującymi wysokich stóp zwrotu, często w perspektywie długoterminowej, co przyczynia się do zwiększenia wartości spółek w długim okresie.

W rozważaniach na temat aktywności inwestorów instytucjonalnych na przykładzie spółek w Stanach Zjednoczonych, B. Black³²⁰ wskazuje, że w praktyce tylko niewielka część inwestorów instytucjonalnych (głównie inwestorzy-aktywiści) angażuje się w nadzór, wydając na ten cel około 0,005% swoich przychodów. Najczęściej podmioty te interesują się kwestiami stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego w spółkach i w tym obszarze składają wnioski w czasie WZA. Dużą barierą w czasie głosowań stanowi jednak brak porozumienia pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi, którzy obawiają się oskarżeń o działanie w porozumieniu. Ważna jest również opinia związków inwestorów (np. ISS) – uzyskanie ich pozytywnej rekomendacji zwiększa szanse na powodzenie wniosku. Opisywane badanie sugeruje, że nieformalne formy wpływu (przez osobiste rozmowy przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych z członkami rady dyrektorów) mogą bardziej przyczyniać się do zmian w spółce niż wspomniane wcześniej formalne wnioski w czasie WZA. Przyniesione przez autora analizy wpływu działalności inwestorów instytucjonalnych na wyniki spółek nie dają jednoznacznej odpowiedzi, czy ich zaangażowanie przyczynia się do budowania wartości tych podmiotów.

Podsumowując, istnieją teoretyczne przesłanki sugerujące, że zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje,

³¹⁹ M. Aluchna, op.cit., 2015, s. 205.

³²⁰ B. Black, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, [w:] P. Newman (red.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, Palgrave, Nowy Jork 1998, s. 459–465.

może pozytywnie wpływać na wartość tych spółek. Jednakże analizy praktyki gospodarczej wskazują, że wyniki badań empirycznych mogą nie być jednorodne.

2.4. Obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a wartość spółek giełdowych – wyniki badań światowych

Związek pomiędzy strukturą własności a wynikami finansowymi firm jest przedmiotem badań naukowców. Ich prace dotyczą zarówno typu właścicieli (rodziny, inwestorzy branżowi, instytucjonalni), jak i stopnia skoncentrowania własności oraz ich charakterystyki.

W 2001 roku H. Demsetz i B. Villalonga uwodnili, że struktura własności jest endogeniczna dla danego przedsiębiorstwa i nie wpływa na jego wyniki finansowe. Twierdzili, że warunki rynkowe narzucają spółkom określoną strukturę własności, której nie można wiązać z przyszłymi stopami zwrotu z jej akcji³²¹.

Ewolucja struktury własności wiąże się z przestrzeganiem praw akcjonariuszy, szczególnie mniejszościowych, do których należą inwestorzy instytucjonalni. Kraje, w których poziom ochrony praw wszystkich akcjonariuszy jest wysoki, charakteryzują się wyższą wyceną przedsiębiorstw (mierzoną współczynnikiem Q Tobina). Inwestorzy są w stanie zapłacić więcej za akcje, jeśli są przekonani, że część zysków spółki powróci do nich w formie dywidend. R. La Porta i inni udowodnili to, przeprowadzając badania na 539 spółkach w 27 krajach wysokorozwiniętych³²².

Badania, skupione na inwestorach instytucjonalnych w strukturze własności, przeprowadzone w latach 80. XX wieku, wskazywały, że spółki o wyższym ich udziale w akcjonariacie nie charakteryzują się lepszymi wynikami finansowymi i wyższą wyceną. Taką tezę udowodnił m.in. J. Pound. Z jednej strony twierdził, że profesjonalizm w pełnieniu funkcji monitorującej pozytywnie wpływa na wyniki finansowe spółki, co zwiększa jej wartość. Z drugiej strony zauważył, że istnieje poważny konflikt interesów – przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych popierają działania menedżerów, gdyż oba podmioty mogą być powiązane przez inne wspólne przedsięwzięcia, a wzajemna współpraca w długim okresie może opłacać się obu stronom. Te pokusy niwelują korzyści związane z potencjalnie lepszym nadzorem³²³.

³²¹ H. Demsetz, B. Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance*, „Journal of Corporate Finance” 2001, s. 209–233.

³²² R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate valuation*, „The Journal of Finance” 2002, vol. 57, no. 3, s. 1147–1170.

³²³ J. Pound, *Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight*, „Journal of Financial Economics” 1988, s. 237–265.

J. McConnell i H. Servaes udowodnili na przykładzie spółek amerykańskich, że wyższy procentowy udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności istotnie współwystępuje z wyższymi giełdowymi wycenami spółek mierzonymi wskaźnikiem Q Tobina³²⁴.

M. Ferreira i P. Matos przeprowadzili badania, których celem było ustalenie czy obecność inwestorów instytucjonalnych wśród właścicieli wpływa pozytywnie na wycenę spółki. W tym celu obliczyli wskaźnik Q Tobina dla wybranych przedsiębiorstw. Wyniki wskazały, że wzrost udziału zagranicznych inwestorów instytucjonalnych o 10 punktów procentowych powoduje wzrost współczynnika Q Tobina o ponad 3%, natomiast taki sam wzrost udziału niezależnych inwestorów instytucjonalnych pozwala na wzrost tego współczynnika o ponad 2%. Tym samym zostało udowodnione, że obecność zagranicznych i niezależnych (niepowiązanych ze spółką) właścicieli sprawia, że pojawia się premia w wycenie spółki³²⁵.

S. Nickell i inni przeanalizowali 580 spółek z rynku brytyjskiego (z branży przemysłowej) i czynniki współistniejące ze wzrostem ich produktywności. Jednym z nich okazał się „zewnątrzny akcjonariusz dominujący”³²⁶ z sektora finansowego – jego obecność sprawia, że produktywność w przedsiębiorstwie rośnie o średnio 3,2%³²⁷.

Podobne badania przeprowadzone w 2000 roku przez S. Thomsena i T. Pedersena³²⁸ na próbie 100 niefinansowych spółek zlokalizowanych w Europie wykazało, że wskaźnik MBV (iloraz kapitalizacji giełdowej i wartości księgowej kapitałów własnych) jest wyższy dla spółek, których największym akcjonariuszem jest inwestor instytucjonalny (w rozumieniu tego opracowania) w porównaniu do tych, gdzie jest to rodzina, rząd lub inwestor branżowy. Inwestorzy instytucjonalni z reguły namawiają menedżerów do realizacji strategii maksymalizującej wartość dla akcjonariuszy. Z drugiej strony, wybierają oni do swoich portfeli dobrze prosperujące i największe spółki (tzw. *blue chips*), co może wzmacniać ten efekt.

Obszerne badania przeprowadził D. Wiberg, który sprawdził czy obecność inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów zagranicznych w akcjonariacie

³²⁴ J. McConnell, H. Servaes, *Additinal evidence on equity ownership and corporate value*, „Journal of Financial Economics” 1990, vol. 27, s. 595–612.

³²⁵ M. Ferreira, P. Matos, *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, „Journal of Financial Economics” 2008, s. 499–533.

³²⁶ Akcjonariusz dominujący jest tu definiowany jako taki, który jest w stanie przeforsować swoją wolę w głosowaniu akcjonariuszy, zakładając, że pozostali akcjonariusze głosują niezależnie, a prawdopodobieństwo głosowania „za” i „przeciw” jest u nich równe odpowiednio po 0,5.

³²⁷ S. Nickell, N. Daphne, N. Dryden, *What makes firms perform well?*, „European Economic Review” 1997, vol. 41, s. 783–796.

³²⁸ S. Thomsen, T. Pedersen, *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal”, Jun 2000, vol. 21, no. 6, s. 689–705.

prowadzi do wyższego marginalnego wskaźnika Q Tobina, będącego miernikiem rynkowej wyceny spółki giełdowej. Analiza dotyczyła rynku szwedzkiego i pokazała, że zależność jest istotna i pozytywna w przypadku, gdy w spółce nie występują akcje uprzywilejowane. Ich obecność sprawia, że ta zależność znika. Wiberg zauważył także, że inwestorzy instytucjonalni chętniej angażują się w spółki wypłacające dywidendę, która stanowi strumień gotówki pozwalający im na regulowanie bieżących zobowiązań. Z drugiej strony, wypłata dywidendy sprawia, że obniżają się koszty agencji, gdyż ogranicza się menedżerom wolne środki pieniężne w spółce³²⁹.

Na rynku duńskim wykorzystano wskaźnik Q Tobina do zbadania współwystępowania inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek z ich wyceną. Udowodniono brak istotnej zależności na całej populacji spółek notowanych na giełdzie w Kopenhadze (z wykluczeniem spółek sektora finansowego, klubów piłkarskich oraz spółek, dla których występował brak danych) w latach 1998–2001. Po wyodrębnieniu dwóch największych inwestorów instytucjonalnych na duńskim rynku, okazało się, że ich obecność istotnie negatywnie wpływa na wyniki spółek. Natomiast w przypadku banków i zakładów ubezpieczeniowych występuje pozytywny związek ze wskaźnikiem Q Tobina. Autorzy twierdzą, że takie wyniki spowodowane są ogólnym niskim udziałem inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie i skoncentrowana strukturą własności³³⁰.

Badania J.M. Sahut i H.O. Gharbi przeprowadzone w 2010 roku dla rynku francuskiego pokazały natomiast, że istnieje negatywny związek pomiędzy obecnością mniejszościowych inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a wynikami finansowymi spółki. Jest to szczególnie istotne dla spółek o rozdrobnionym akcjonariacie. Wynik tłumaczyli pasywnością większości inwestorów instytucjonalnych, zajmujących się zarządzaniem funduszami indeksowymi. Zauważyli też, że dla funduszy emerytalnych i inwestycyjnych z krajów anglosaskich pakiety akcji francuskich spółek są zbyt małe, aby angażowały się one w aktywny monitoring³³¹.

Badania przeprowadzone przez G. Utete³³² wskazują, że inwestorzy instytucjonalni (w rozumieniu tego opracowania) unikają inwestowania w spółki, które posiadają wysokie ryzyko specyficzne oraz charakteryzują się brakiem

³²⁹ D. Wiberg, *Institutional Ownership – the Anonymous Capital*, Jonkoping International Business School, Jonkoping 2008, s. 67–92.

³³⁰ C. Rose, *Can institutional investors fix the corporate governance problem? Some Danish evidence*, „Journal of Management & Governance” 2007, Dordrecht, vol. 11, no. 4, s. 405–428.

³³¹ J.M. Sahut, H.O. Gharbi, *Institutional Investors’ Typology and Firm Performance: The Case of French Firms*, „International Journal of Business” 2010, s. 33–50.

³³² G. Utete, *Institutional Investor preferences and firm value*, Michigan State University, 2007.

transparentności. Są natomiast zainteresowani możliwością monitorowania poczynąń menedżerów w spółce. Ich wpływ na wyniki finansowe spółki oraz wartość firmy nie został udowodniony w tym badaniu. Zauważono jednak, że inwestorzy instytucjonalni mają tendencję do nabywania akcji spółek, które są osiągały słabe wyniki finansowe w poprzednich dziewięciu miesiącach. Mogą one być niedowartościowane, a w przypadku poprawy przynieść znaczący zysk.

Badania dotyczące poziomu podejmowanego ryzyka w zależności od typów akcjonariuszy zostały przeprowadzone w latach 90. XX wieku na rynku amerykańskim. Obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie okazała się współistnieć z wyższym poziomem podejmowanego ryzyka w spółkach z dużym potencjałem wzrostu. Natomiast wśród pozostałych podmiotów zależność ta nie była istotna³³³.

S. Wahal³³⁴ sprawdził na przełomie lat 80. i 90. XX wieku, czy zaangażowanie dziewięciu najaktywniejszych funduszy emerytalnych w zakresie wprowadzania dobrych praktyk ładu korporacyjnego wpływa na ponadprzeciętne wyceny akcji targetowanych spółek. Wprawdzie spółki wprowadzały sugerowane zmiany, jednak ta poprawa nie przyczyniała się do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu z akcji oraz lepszych wyników finansowych mierzonych zyskownością. Zauważono, że spółki te osiągały nawet gorsze wyniki od konkurencji.

Podsumowując powyższe rozważania, nie istnieje stała zależność pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a wyższymi wycenami ich akcji przez rynek w krajach wysokorozwiniętych. Analizując wyniki tych badań, można wnioskować, że zależność ta wydaje się być silniejsza w krajach o anglosaskim systemie ładu korporacyjnego niż w systemie kontynentalnym (niemieckim i łacińskim). Może to oznaczać, że rozproszona struktura własności oraz profesjonalizm i tradycja obecności inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie sprzyjają takiemu związkowi. Ponadto starsze badania (z lat 80. XX wieku) prezentują bardziej jednoznaczne wyniki niż badania nowsze. Jest to prawdopodobnie skutek szybkiego rozwoju rynków finansowych i ich globalizacji oraz dużej liczby podmiotów zaangażowanych w transakcje giełdowe.

Przegląd najważniejszych badań zamieszczono w tabeli 5.

³³³ P. Wright, S.P. Ferris, A. Sarin, V. Awasthi, *Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking*, „Academy of Management Journal” 1996, vol. 39, no. 2, s. 441–463.

³³⁴ S. Wahal, *Pension Fund Activism and Firm Performance*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, March 1996, vol. 31, no. 1, s. 1–23.

Tabela 5. Przegląd najważniejszych badań naukowych

Autor / Kraj	Próba	Miernik obecności inwestorów instytucjonalnych	Miernik finansowy	Wynik badania
McConnel, Servaes / Stany Zjednoczone	1,173 spółek (1976), 1,093 (1986)	% inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie	Q Tobina	Pozytywna zależność
Ferreira, Matos / 27 krajów	5,337 spółek (2000–2005)	% krajowych, zagranicznych i niezależnych inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie	Q Tobina	Brak zależności w przypadku krajowych podmiotów, pozytywna zależność w obu pozostałych przypadkach
Nickell i inni / Wielka Brytania	580 spółek przemysłowych (1982–1994)	% „zewnątrznych akcjonariuszy dominujących z sektora finansowego” w akcjonariacie	Produktywność (funkcja Cobba–Douglasa)	Pozytywna zależność
Thomsen, Pedersen / Europa	435 spółek (1990–1995)	Inwestor instytucjonalny – największy akcjonariusz	MBV	Pozytywna zależność
Wiberg / Szwecja	110 spółek (2000–2005)	% inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie	Krańcowe Q Tobina	Pozytywna zależność w przypadku braku akcji uprzywilejowanych
Rose / Dania	Spółki notowane na giełdzie w Kopenhadze (1998–2001)	% inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie / obecność dwóch największych inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie / obecność banków i zakładów ubezpieczeń	Q Tobina	Brak zależności, negatywna zależność w przypadku dwóch największych inwestorów instytucjonalnych, pozytywna zależność dla banków i zakładów ubezpieczeń
Sahut, Gharbi / Francja	121 spółek (2006–2008)	% inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie, % inwestorów instytucjonalnych powyżej 5% w akcjonariacie	Q Tobina	Negatywna zależność (pozytywna w przypadku pakietu inwestorów instytucjonalnych blokowych powyżej 32%)
Utete	(1992–2003)	% inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie	Q Tobina	Brak zależności

Źródło: opracowanie własne.

W ostatnim czasie przeprowadzono również wiele badań naukowych sprawdzających zależność pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a wynikami finansowymi oraz wycenami spółek giełdowych w krajach tzw. *emerging markets*. Podsumowanie tych badań znajduje się w tabeli 6.

Tabela 6. Przegląd badań naukowych w krajach *emerging markets*

Kraj	Próba	Miernik obecności inwestorów instytucjonalnych	Miernik finansowy	Wynik badania
Indie ³³⁵	1,392 spółki (2007–2014)	% akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych	Q Tobina	Obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie (szczególnie zagranicznych) współistnieje z wyższym wskaźnikiem Q Tobina
Korea Południowa ³³⁶	Spółki notowane na giełdzie w Seulu (1998–2000)	% akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych ³³⁷	Q Tobina	Brak istotnej zależności
Tajwan ³³⁸	569 spółek (1994–2003)	% akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych ³³⁹	Q Tobina	Brak istotnej zależności, pozytywna zależność w przypadku firm brokerskich, a negatywna w przypadku jednostek rządowych i inwestorów branżowych
Jordania ³⁴⁰	86 spółek z wyłączeniem sektora finansowego (1994–2003)	% akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych	ROE oraz MBV	Negatywna zależność pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych a zyskownością mierzoną jako ROE; pozytywna zależność pomiędzy MBV oraz obecnością inwestorów instytucjonalnych

³³⁵ T. Nashier, A. Gupta, *The effect of Institutional Ownership on Firm Performance*, „IUP Journal of Corporate Governance”, Jul 2016, Hyderabad, vol. 15, no. 3, s. 36–56.

³³⁶ S.K. Na, *Ownership structure and firm performance in Korea*, University of Missouri – Columbia, ProQuest Dissertations Publishing, 2002.

³³⁷ Inwestor instytucjonalny definiowany jako instytucja finansowa, brokerska lub ubezpieczeniowa.

³³⁸ L. Shin-Ping, T.H. Chuang, *The determinants of corporate performance: A viewpoint from insider ownership and institutional ownership*, „Managerial Auditing Journal” 2009, Bradford, vol. 24, no. 3, s. 233–247.

³³⁹ Inwestorzy instytucjonalni według definicji niniejszego opracowania oraz dodatkowo jednostki rządowe, firmy brokerskie, inwestorzy branżowi.

³⁴⁰ B. Al.-Najjar, *Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan*, „Corporate Governance” 2010, Bradford, vol. 10, no. 2, s. 176–190.

Kraj	Próba	Miernik obecności inwestorów instytucjonalnych	Miernik finansowy	Wynik badania
Iran ³⁴¹	Spółki notowane na giełdzie w Teheranie (2005–2009)	% akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych	ROE, ROA oraz Q Tobina	Pozytywna zależność pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych a ROE i ROA i brak zależności dla Q Tobina
Rumunia ³⁴²	63–68 spółek rocznie (2007–2011) bez sektora finansowego	% akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych	Q Tobina	Zależność nieliniowa – pozytywna do 48,19%, a następnie negatywna
Kenia ³⁴³	Spółki prywatyzowane (2007–2013)	% akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych	Q Tobina oraz ROA	Pozytywna zależność pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych a ROA, brak zależności ze wskaźnikiem Q Tobina

Źródło: opracowanie własne.

Większość przytoczonych badań uwzględniała wskaźnik Q Tobina jako miernik wartości spółki giełdowej. Jedynie w Indiach wykazano pozytywny związek pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a tym wskaźnikiem. Badanie przeprowadzono tam w latach 2007–2014 w 1392 spółkach z wyłączeniem sektora finansowego. Dodatkowo, udowodniono, że ta zależność jest endogeniczna i prawdziwa zarówno dla inwestorów krajowych, jak i zagranicznych. W Rumunii taka zależność występowała jedynie do udziału inwestorów instytucjonalnych na poziomie 48,19%, a następnie, wraz z dalszym wzrostem tego udziału, wskaźnik Q Tobina spadał. Badanie zostało przeprowadzone w latach 2007–2011. W Korei Południowej, na Tajwanie, w Iranie oraz w Kenii zależność ta okazała się nieistotna. W przypadku badania przeprowadzonego w Jordanii wykorzystano wskaźnik MBV, traktowany często jako zamiennik Q Tobina. Analizując spółki wyłączeniem sektora finansowego, wykazano, że istnieje pozytywny związek pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a MBV.

³⁴¹ M. Alipour, *An investigation of the association between ownership structure and corporate performance: Empirical evidence from Tehran Stock Exchange (TSE)*, „Management Research Review” 2013, vol. 36.11, s. 1137–1166.

³⁴² G. Vintila, S. Gherghina, *Does Ownership Structure Influence Firm Value? An Empirical Research towards the Bucharest Stock Exchange Listed Companies*, „International Journal of Economics and Financial Issues” 2015, vol. 5, no. 2, s. 501–514.

³⁴³ E. Gitundu, S. Kiprop, L. Kibet, S. Kisaka, *The influence of ownership structure on financial performance of privatized companies in Kenya*, „African Journal of Business Management”, February 2016, vol. 10, no. 4, s. 75–88.

Druga część przedstawionych badań opierała się na wskaźnikach księgowych. W Iranie i w Kenii występował pozytywny związek pomiędzy zwrotem z aktywów (ROA – *Return on Assets*) a obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie. Badanie kenijskie przeprowadzono na spółkach sprywatyzowanych na próbie z lat 2007–2013 z wykorzystaniem modelu panelowego z efektami ustalonymi. Pozytywny związek zaobserwowano również w Iranie w stosunku do zwrotu z kapitału własnego (ROE – *Return on Equity*). Natomiast w Jordanii ten związek był negatywny.

Podsumowując, w krajach tzw. *emerging markets*, wyniki badań nie są jednolite. W większości przytoczonych badań zwykła zależność pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych a wyceną rynkową wartości spółek giełdowych nie była istotna.

Wszystkie przytoczone powyżej badania nie wskazują jednoznacznie na sposób i siłę oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na spółki, w których mają akcje. Podejmowane przez nich aktywności mogą wpływać zarówno pozytywnie, jak i negatywnie na wartość przedsiębiorstwa.

2.5. Podsumowanie

Inwestorzy instytucjonalni nie są podmiotami jednolitymi. Różnią się zarówno strategią inwestycyjną, jak i podejściem do zaangażowania w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje. Ich działalność w obszarze związanym z ładem korporacyjnym uzależniona jest m.in. od polityki inwestycyjnej, otoczenia prawnego, lokalizacji. Może też przejawiać się w różnorodnych formach. Badania naukowe jednoznacznie nie wskazują, czy to zaangażowanie ma związek z wyższymi wycenami spółek giełdowych.

3 INWESTORZY INSTYTUCJONALNI W SYSTEMIE ŁADU KORPORACYJNEGO W POLSCE

3.1. Wprowadzenie

Współczesny system ładu korporacyjnego w Polsce kształtuje się od początku transformacji ustrojowej, opierając się zarówno na tradycji, jak i na nowoczesnych rozwiązaniach prawnych i rekomendacjach organizacji międzynarodowych. W tym otoczeniu działają coraz liczniejsi inwestorzy instytucjonalni. Wzrostowi sektora sprzyjają reformy rynkowe, w tym reforma systemu ubezpieczeń emerytalnych oraz globalizacja i rosnąca świadomość konsumentów, którzy korzystając z coraz szerszego spektrum produktów oszczędnościowych, dostarczają środki pieniężne inwestorom instytucjonalnym. Rosnące aktywa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych czynią z nich ważne podmioty na polskim rynku kapitałowym, co zobowiązuje je do aktywnego zaangażowania w wykonywanie praw związanych z posiadanymi akcjami.

3.2. System ładu korporacyjnego w Polsce

3.2.1. Uwarunkowania historyczne

Początki rozwoju systemu ładu korporacyjnego w Polsce sięgają XVIII wieku wraz z pojawieniem się na ziemiach polskich cech gospodarki kapitalistycznej. Od 1773 roku prawo regulowało powstawanie spółek akcyjnych. W tych czasach powstał Kodeks Zamoyskiego, który stanowił inspirację dla zapisów Konstytucji 3 Maja. Dalszy rozwój prawodawstwa następował w czasach Księstwa Warszawskiego, a kodeks handlowy, spisany za czasów Napoleona, przetrwał do lat 30. XX wieku. Od 1817 roku działała w Warszawie Giełda Papierów Wartościowych,

gdzie poza wekslami i obligacjami w drugiej połowie XIX wieku zaczęto handlować akcjami. Kolejny intensywny etap rozwoju prawodawstwa w zakresie nadzoru korporacyjnego nastąpił po I wojnie światowej i odzyskaniu przez Polskę niepodległości. Przygotowane wtedy prawodawstwo regulowało zarządzanie, nadzór oraz proces upadłości spółek, a także zasady funkcjonowania rynku kapitałowego³⁴⁴. Zasady ładu korporacyjnego dla spółek akcyjnych w Polsce wzorowano na systemie kontynentalnym, w głównej mierze niemieckim³⁴⁵.

Kodeks handlowy z 1934 roku przetrwał do XXI wieku i był podstawą tworzenia nowoczesnego systemu nadzoru korporacyjnego w Polsce po 1989 roku³⁴⁶. Stanowił on element budowy ram instytucjonalno-prawnych w nowej rzeczywistości gospodarczej. Podstawą tych reform były zmiany własnościowe, które zostały zrealizowane przez prywatyzację (pośrednią i bezpośrednią), w tym Program Powszechnej Prywatyzacji. W procesie tworzenia efektywnego systemu ładu korporacyjnego po 1989 roku główne trudności sprawiał niedostatecznie rozwinięty rynek kapitałowy, słaby rynek przejęć, niewielki rynek talentów menedżerskich oraz częste zmiany prawne³⁴⁷.

3.2.2. Podstawy prawne

3.2.2.1. Wprowadzenie

Prawodawstwo w zakresie *corporate governance* jest odpowiedzią na niedoskonałości rynku – asymetrię informacyjną oraz efekty zewnętrzne³⁴⁸. Ma ono zapewnić racjonalność oraz wspierać samoregulację rynku³⁴⁹.

Współcześnie polski system ładu korporacyjnego opiera się na wielu aktach prawnych z różnych dziedzin prawa. Kluczową rolę odgrywa Kodeks spółek handlowych z 15 września 2000 roku, zawierający wytyczne dotyczące m.in. praw i obowiązków akcjonariuszy, akcji uprzywilejowanych oraz podwyższania kapitału spółek i ich łączenia. Prawa akcjonariuszy zostały opisane w kolejnym podrozdziale niniejszego opracowania.

³⁴⁴ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 269–271.

³⁴⁵ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 189.

³⁴⁶ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 271.

³⁴⁷ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 180–186.

³⁴⁸ Efekty zewnętrzne rozumiane jako interesy osób trzecich, nieuczestniczących bezpośrednio w transakcji rynkowej.

³⁴⁹ C. Teichmann, *Corporate governance – między prawem a rynkiem*, [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Corporate governance*, Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 21–56.

W zakresie regulacji rynku kapitałowego prawodawstwo początkowo oparto na rozwiązaniach przyjętych we Francji³⁵⁰. Obecnie do najważniejszych aktów prawnych należą:

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych,
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym³⁵¹.

Celem wprowadzonych przepisów było podniesienie efektywności, przejrzystości i bezpieczeństwa rynku kapitałowego w Polsce. Ponadto miały one zmniejszyć koncentrację i wyrównać prawa wszystkich inwestorów³⁵².

Dla systemu ładu korporacyjnego istotne znaczenie ma również Ustawa o rachunkowości (z dnia 29 września 1994 roku, znowelizowana w 2008 roku), szczególnie przepisy dotyczące zakresu i formy ujawnianych informacji przez jednostki i grupy kapitałowe oraz zasad badania i ogłaszania sprawozdań finansowych³⁵³. Ustawa ta zobowiązuje do zawarcia informacji na temat stosowania zasad ładu korporacyjnego w corocznym sprawozdaniu z działalności zarządu, w spółkach publicznych (w tym informacje o wynagrodzeniach członków organów statutowych spółki). Dodatkowo Ustawa z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie reguluje działalność podmiotów badających sprawozdania finansowe, a także wprowadza konieczność powoływania komitetu audytu spośród członków rady nadzorczej w spółkach publicznych. Znajdują się w niej ponadto wytyczne na temat systemu kontroli wewnętrznej³⁵⁴.

Do innych aktów prawnych, mających wpływ na system ładu korporacyjnego w Polsce, należą:

- Ustawa z dnia 16 lutego 2007 roku o ochronie konkurencji i konsumentów (w zakresie zasad koncentracji przedsiębiorstw),
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe³⁵⁵.

Specjalne przepisy prawne stosowane są w przypadku np. spółek Skarbu Państwa, a także spółek powstałych w drodze komercjalizacji. W dalszej części tego opracowania przeanalizowano w głównej mierze prawodawstwo ogólne – dla spółek akcyjnych notowanych na giełdzie. Należy jednak pamiętać, że znaczna część największych spółek z GPW podlega tym szczegółowym regulacjom.

³⁵⁰ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 271.

³⁵¹ Ibidem, s. 286.

³⁵² M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 199.

³⁵³ Ibidem, s. 204.

³⁵⁴ J. Studziński, op.cit., s. 307–309.

³⁵⁵ Ibidem, s. 310.

Wpływ na polskie prawodawstwo w obszarze ładu korporacyjnego mają również dyrektywy unijne. Przykładowo, Dyrektywa Unii Europejskiej w sprawie ujawniania informacji niefinansowych³⁵⁶ zobowiązuje spółki m.in. do raportowania przyjętej polityki i jej rezultatów oraz ryzyk w kwestiach środowiskowych, pracowniczych, społecznych, praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji. Dodatkowo spółki zobligowane są do udostępniania informacji na temat różnorodności składu organów administracyjnych, zarządzających i nadzorczych. Dyrektywy unijne zmuszają do wprowadzania odpowiednich zmian w prawodawstwie polskim.

3.2.2.2. Prawa akcjonariuszy

W Polsce nadzór nad rynkiem kapitałowym sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, której rolą jest dbać o prawidłowe funkcjonowanie tego rynku, stabilność, bezpieczeństwo i przejrzystość, a także o utrzymanie zaufania do niego oraz zapewnienie ochrony interesów jego uczestnikom (w tym akcjonariuszom)³⁵⁷.

Tradycyjnie w spółkach obowiązuje zasada rządów większości, czyli decyzje są podejmowane przez większość akcjonariuszy. Jednakże ustawodawca wprowadził również regulacje, których zadaniem jest ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz ochrona interesu spółki³⁵⁸.

Prawodawstwo w obszarze ładu korporacyjnego w Polsce umożliwia akcjonariuszom wykonywanie swoich praw. Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych są to prawa korporacyjne oraz majątkowe.

Prawa korporacyjne to prawa do:

- udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy,
- głosowania,
- zaskarżenia uchwał walnego zgromadzenia,
- żądania zwołania walnego zgromadzenia (prawo udziałowców mniejszościowych)³⁵⁹.

Akcjonariusz nie może być pozbawiony prawa do uczestniczenia w WZA. W przypadku akcji zwykłych jedna akcja pozwala na oddanie jednego głosu. Dopuszczalne są akcje uprzywilejowane, które nie są notowane i nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Prawo do zwołania nadzwyczajnego WZA oraz umieszczania określonych spraw w porządku obrad najbliższego WZA przysługuje akcjonariuszom posiadającym co najmniej 5% kapitału spółki. Taki

³⁵⁶ Dyrektywa 2014/95/UE.

³⁵⁷ KNF, https://www.knf.gov.pl/o_nas/komisja/index.html

³⁵⁸ M. Przybyłowski, P. Tamowicz, *Akcjonariusze*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 87–109.

³⁵⁹ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 208–209.

akcjonariusz lub grupa akcjonariuszy, dysponująca łącznie 5% kapitału spółki, ma również prawo do zgłoszenia swojego przedstawiciela do rady nadzorczej, który następnie musi być zaakceptowany większością głosów w czasie WZA. Możliwe jest również głosowanie w grupach, co potencjalnie pozwala na wybór reprezentanta akcjonariuszy mniejszościowych w radzie nadzorczej³⁶⁰. Uczestnicząc w walnym zgromadzeniu, każdy akcjonariusz ma zatem możliwość wpływania na losy spółki – współdecydowania o zysku oraz wyborze władz spółki, które pełnią funkcję m.in. kontrolną.

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy stanowi organ konstytutywny na etapie zakładania i funkcjonowania spółki, ma bardzo szerokie kompetencje i decyduje o najważniejszych sprawach dla spółki. Zgody WZA wymaga m.in.:

- zatwierdzenie sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego, a także udzielenie absolutorium członkom organów spółki za wykonane obowiązki,
- zbycie lub wydzierżawienie przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części,
- nabycie lub zbycie nieruchomości (chyba, że statut stanowi inaczej),
- emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa, emisja warrantów subskrypcyjnych,
- nabycie własnych akcji,
- zawarcie umowy.

Prawo do udzielania absolutorium członkom rady nadzorczej i zarządu podkreśla dominującą rolę tego organu i samych akcjonariuszy w spółce³⁶¹.

Jeżeli uchwały WZA są sprzeczne ze statutem lub dobrymi obyczajami albo godzą w interes spółki lub akcjonariusza, to możliwe jest wytoczenie powództwa przeciwko spółce o uchylenie takiej uchwały. Także działanie na szkodę spółki może być powodem wniesienia powództwa przeciwko zarządowi, radzie nadzorczej lub akcjonariuszowi większościowemu³⁶².

Do praw korporacyjnych akcjonariuszy należy również prawo do otrzymywania informacji dotyczących spółki. W ramach udziału w spółce mogą oni przeglądać:

- księgę akcyjną,
- listę akcjonariuszy,
- listę obecności na walnym zgromadzeniu,
- księgę protokołów,
- odpisy sprawozdań przedstawionych na walnym zgromadzeniu.

³⁶⁰ M. Przybyłowski, P. Tamowicz, op.cit.

³⁶¹ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., s. 285.

³⁶² M. Przybyłowski, P. Tamowicz, op.cit.

Drugą grupę praw stanowią prawa majątkowe, czyli prawa do:

- udziału w zysku spółki,
- pierwszeństwa do objęcia nowych akcji,
- udziału w majątku spółki w przypadku jej rozwiązania³⁶³.

Podsumowując, poza wspomnianym uprzywilejowaniem akcjonariuszy mniejszościowych w prawach korporacyjnych przysługują im dodatkowe prawa. Są to przepisy, które chronią ich przed zachowaniami *insiderów* we własnym interesie. Zgodnie z tymi wytycznymi WZA musi wyrazić zgodę na umowę pożyczki, kredytu lub poręczenia pomiędzy spółką a członkiem zarządu lub rady nadzorczej. Wymagana jest większość dwóch trzecich głosów w przypadku, gdy ma nastąpić nabycie mienia od akcjonariusza dla spółki za cenę przewyższającą 10% kapitału założycielskiego. W przypadku nabywania przez spółkę akcji własnych dopuszczalne jest to tylko na warunkach rynkowych. Istotne jest również ograniczanie konfliktu interesów, co jest możliwe dzięki nakazowi wstrzymania się członka zarządu od udziału w rozstrzyganiu sprzeczności interesów jego i spółki. Dodatkowo akcjonariuszom mniejszościowym przysługują szczególne prawa korporacyjne. Jeżeli akcjonariusz większościowy posiada ponad 90% głosów w spółce, to mogą oni żądać wykupu ich akcji. W takim przypadku również akcjonariusz większościowy może żądać sprzedaży ich akcji (przymusowy wykup). Posiadający ponad 5% akcji mogą wnioskować o powołanie przez WZA niezależnego rewidenta do spraw szczególnych, który ma skontrolować wątpliwą kwestię związaną z utworzeniem lub prowadzeniem spółki³⁶⁴.

3.2.2.3. Rola organów spółki – rada nadzorcza i zarząd

Ze względu na skoncentrowaną strukturę własności i stosunkowo niewielkie możliwości finansowe rynku kapitałowego ład korporacyjny w Polsce przypomina bardziej systemy Europy kontynentalnej niż system anglosaski. Skoncentrowanej strukturze własności sprzyja również m.in. panujący system prawa stanowionego, podobnie jak w systemie łańskim (np. we Włoszech). oraz trudności w dostępie do kapitału³⁶⁵. Wprowadzie reformy z 1989 roku (w tym zasady prywatyzacji) upodobniły rynek kapitałowy do systemu anglosaskiego, to partycypacyjny

³⁶³ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 208–209.

³⁶⁴ M. Przybyłowski, P. Tamowicz, op.cit.

³⁶⁵ J. Coffee, *Inventing a corporate monitor for transitional economics: The uncertain lessons from the Czech and Polish experiences*, [w:] K. Hopt, H. Kanda, M. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge (red.), *Comparative corporate governance. The state of the art and emerging research*, Oxford University Press, Nowy Jork 1998, s. 67–139.

(udział pracowników w zarządzaniu) z założenia charakter modelu kontynentalnego wydał się ówczesnym ustawodawcom właściwszy, choć w długim okresie nie został zrealizowany w praktyce. Dodatkowo istniała przedwojenna tradycja systemu dwupoziomowego na wzór niemiecki. Głównymi organami w spółce uczyniono zatem radę nadzorczą i zarząd³⁶⁶.

Funkcję kontrolną w spółce sprawuje rada nadzorcza wybierana przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Stanowi ona oddzielne gremium wobec zarządu, który jest odpowiedzialny za podejmowanie decyzji w spółce i nie jest jej podporządkowany. Rada nadzorcza nie może wydawać zarządowi wiążących poleceń, dotyczących spraw spółki.

Rada nadzorcza spółek akcyjnych notowanych na giełdzie liczy co najmniej pięciu członków (średnio w Polsce w 2015 roku było to sześciu członków³⁶⁷). Ich kwalifikacje i kompetencje nie są uregulowane w Kodeksie spółek handlowych. Pobierane wynagrodzenie ustalane jest w statucie spółki lub przez uchwałę WZA (wynagrodzenie jako udział w zysku może być uchwalone tylko przez WZA)³⁶⁸. Z zasady rada nadzorcza wykonuje czynności kolegialnie, może jednak, przez odpowiednią uchwałę, upoważnić swego członka lub członków do wykonywania zadań w jej imieniu³⁶⁹.

Dla prawidłowego funkcjonowania rady nadzorczej konieczny jest sprawny przepływ informacji pomiędzy nią a zarządem oraz wysokie kompetencje i niezależność członków, którzy zobowiązani są nie tylko do nadzoru, ale również do doradzania, decydowania, współpracy z pracownikami i koordynowania działań w spółce. Kontrola działań zarządu jest jej naczelną funkcją. Uważa się, że powinna być ona sprawowana nie tylko *ex post*, ale również wstępnie (kontrola strategiczna i prospektywna) i na bieżąco, aby zapobiegać ewentualnym błędom³⁷⁰. Do szczególnych obowiązków rady nadzorczej należą:

- ocena sprawozdań w zakresie zgodności z księgami i stanem faktycznym,
- ocena wniosków zarządu związanych z podziałem zysku / pokryciem straty,
- przedkładanie walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy corocznego sprawozdania w wyników powyższej oceny³⁷¹.

³⁶⁶ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 280.

³⁶⁷ Dane na podstawie badań M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 282.

³⁶⁸ I. Postuła, op.cit., s. 226–229.

³⁶⁹ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 190.

³⁷⁰ A. Opalski, *Rada nadzorcza jako strategiczne ogniwo ładu korporacyjnego spółki akcyjnej*, [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), op.cit., s. 331–362.

³⁷¹ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 194–196.

Pozostałe zadania rady nadzorczej to:

- powoływanie i odwoływanie członków zarządu (chyba że statut stanowi inaczej),
- ustalanie wynagrodzeń członków zarządu (chyba że statut stanowi inaczej),
- udzielenie zgody zarządowi na wykonanie określonych czynności wymienionych w statucie,
- zwołanie zwyczajnego WZA, jeżeli zarząd tego nie dokonał w ustalonym terminie,
- powoływanie biegłego rewidenta (jeżeli tak stanowi statut)³⁷².

Rada nadzorcza może też zawieszać członków zarządu z ważnego powodu, delegować własnych członków do czasowego wykonywania obowiązków w zarządzie oraz dokonywać zmian w zarządzie, jeżeli członek nie może sprawować swojej funkcji³⁷³.

W celu uniknięcia konfliktu interesów członkiem rady nadzorczej nie może być członek zarządu, prokurent, likwidator, osoba karana za przestępstwa, osoba prowadząca działalność konkurencyjną, poseł, senator, radny³⁷⁴.

Ważną kwestią, stanowiącą w dużej mierze o efektywności działania rady jest obecność członków niezależnych. Zalecenie to w Polsce znalazło się już w pierwszej wersji „Kodeksu Dobrych Praktyk Ładu Korporacyjnego” w 2002 roku, gdzie zarekomendowano spółkom posiadanie 50% takich członków. W kolejnych edycjach tego dokumentu zmieniono ten wymóg – rekomendowano dwóch członków niezależnych. Niezależność jest tu rozumiana jako niezależność zarówno od spółki, jak i od akcjonariusza dominującego³⁷⁵. W ustawie o biegłych rewidentach wymaga się natomiast, że co najmniej jeden z członków komitetu audytu powinien być niezależny od spółki³⁷⁶.

Funkcję zarządczą i wykonawczą w spółkach pełni natomiast zarząd. Jest on niezależny od rady nadzorczej, ale w wyjątkowych przypadkach (określonych w statucie) może być zobowiązany do uzyskania zgody przed dokonaniem określonych czynności³⁷⁷.

Zarząd jest powoływany przez radę nadzorczą, składa się z jednego lub większej liczby członków, kieruje bieżącą działalnością spółki oraz reprezentuje ją na zewnątrz.

W zakresie obowiązków wykorzystywana jest zasada domniemania kompetencji zarządu – ma on wszystkie kompetencje, które nie przysługują innym organom

³⁷² J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2010, s. 190.

³⁷³ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 194–196.

³⁷⁴ Ibidem, s. 194–196.

³⁷⁵ W myśl „Kodeksu Dobrych Praktyk Ładu Korporacyjnego” niezależni nie są ani pracownicy spółki, ani osoby powiązane z akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% głosów na WZA.

³⁷⁶ J. Studziński, op.cit., s. 332–334.

³⁷⁷ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 194–196.

spółki. Członek zarządu zobowiązany jest wykonywać obowiązki z należytą starannością, a za ewentualną wyrządzoną szkodę spółce ponosi on odpowiedzialność.

Zarząd kształtuje codzienną działalność operacyjną spółki. Musi też informować akcjonariuszy o wszystkich ważnych zdarzeniach korporacyjnych (np. wypłata dywidendy, koszty programów motywacyjnych, zgodność w obszarze nadzoru korporacyjnego).

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych w polskim systemie ładu korporacyjnego zarząd jest najbardziej wpływowym organem w spółkach³⁷⁸. Z drugiej strony, szerokie uprawnienia nadzorcze rady oraz prawo do odwoływania zarządu sprawiają, że silna rada może zapewnić sobie decydujący wpływ na kierowanie spółką³⁷⁹.

3.2.2.4. Dobre praktyki ładu korporacyjnego GPW

Element ładu korporacyjnego w Polsce stanowi również dokument „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”. Prace nad nim zostały przeprowadzone przez Komitet Dobrych Praktyk, powołany przez Forum Corporate Governance i ukończone w 2002 roku. Po zatwierdzeniu przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie zostały przesłane do spółek, które miały ustosunkować się do nich i złożyć oświadczenie w myśl zasady *comply or explain* (stosuj lub wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz)³⁸⁰. Zasada ta zakłada, że spółki powinny je stosować, jednak ewentualny brak zastosowania określonych reguł w dobrej wierze jest akceptowalny. Spółki muszą jednak raportować swój stosunek do nich. Niewywiązanie się z tego obowiązku podlega karze regulaminowej lub administracyjnej, natomiast niestosowanie reguł może skutkować utratą zaufania inwestorów i reputacji emitenta³⁸¹.

Dokument zawiera wskazówki nie tylko dla rad nadzorczych i zarządów, ale też dla akcjonariuszy i spółek. „Celem «Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW» jest umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami, wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy także w materiałach nieregulowanych przez prawo, a przy tym niestwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nie równoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku. Dlatego też Dobre Praktyki dotyczą wyłącznie dziedzin, w których ich stosowanie może wpływać dodatnio na rynkową wycenę przedsiębiorstw, a przez to obniżać

³⁷⁸ M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, op.cit., 2015, s. 281.

³⁷⁹ A. Opalski, op.cit., s. 331–362.

³⁸⁰ J. Jeżak, *Standardy ładu korporacyjnego jako element procesu internacjonalizacji działalności przedsiębiorstw*, [w:] T. Falencikowski, J. Dworak (red.), *Funkcjonowanie współczesnych przedsiębiorstw, formy-metody-koncepcje-trendy*, Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku, t. 8/2010, s. 51–67.

³⁸¹ A. Nartowski, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016 – Podręcznik*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/Podrecznik_DPSN_2016_9_03_16.pdf, s. 5.

koszt pozyskiwania kapitału³⁸²”. Od 2002 roku dokument był aktualizowany kilkakrotnie, tak aby odzwierciedlał ewolucję rynków kapitałowych. Główne nowe zagadnienia poszczególnych wersji to:

- 2002 – niezależni członkowie rad nadzorczych,
- 2005 – komitety rady nadzorczej,
- 2008 – komunikacja spółki z rynkiem,
- 2010 – elektroniczne WZA³⁸³.

Najnowsza wersja dokumentu³⁸⁴ weszła w życie w 2016 roku i jest zgodna z Zaleceniem Komisji Europejskiej z 9 kwietnia 2014 roku w sprawie jakości sprawozdawczości dotyczącej ładu korporacyjnego. Definiuje go jako „zbiór zasad ładu korporacyjnego oraz reguł postępowania mających wpływ na kształtowanie relacji spółek giełdowych z ich otoczeniem rynkowym, są [one] ważnym elementem budowania pozycji konkurencyjnej tych spółek i w istotny sposób przyczyniają się do umacniania atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego”. Dokument podzielony jest na sześć rozdziałów:

1. Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami,
2. Zarząd i Rada Nadzorcza,
3. Systemy i funkcje wewnętrzne,
4. Walne Zgromadzenie i relacje z akcjonariuszami,
5. Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązаныmi,
6. Wynagrodzenia.

Każda z części zawiera ogólne i stanowcze zasady podstawowe, których przestrzegania oczekuje się od wszystkich spółek. Uściślają je rekomendacje i zasady szczegółowe, których stosowanie podlega zasadzie adekwatności. Ponadto stworzono Elektroniczną Bazę Informacji (EBI), która pozwala inwestorom na sprawdzenie stopnia stosowania dobrych praktyk przez emitentów³⁸⁵.

W obszarze zarządu i rady nadzorczej obowiązują zasady:

- Spółką giełdową kieruje zarząd, jego członkowie działają w interesie spółki i ponoszą odpowiedzialność za jej działalność. Do zarządu należy w szczególności przywództwo w spółce, zaangażowanie w wyznaczanie jej celów strategicznych i ich realizacja oraz zapewnienie spółce efektywności i bezpieczeństwa.

³⁸² GPW, *Dobre Praktyki Ładu Korporacyjnego spółek notowanych na GPW*, www.corp-gov.gpw.pl, 22.10.2014.

³⁸³ A. Nartowski, *Perspektywa samoregulacji polskiego rynku. Umowa społeczna czy interwencja państwa?*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 327–354.

³⁸⁴ GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/inne/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf, 3.04.2017.

³⁸⁵ A. Nartowski, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016 – Podręcznik*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/Podrecznik_DPSN_2016_9_03_16.pdf, s. 4.

- Spółka jest nadzorowana przez skuteczną i kompetentną radę nadzorczą. Członkowie rady nadzorczej działają w interesie spółki i kierują się w swoim postępowaniu niezależnością własnych opinii i osądów. Rada nadzorcza w szczególności opiniuje strategię spółki i weryfikuje pracę zarządu w zakresie osiągnięcia ustalonych celów strategicznych oraz monitoruje wyniki osiągnięte przez spółkę.

Zasada szczegółowa, która odnosi się do kwestii niezależności członków rady nadzorczej, wymaga, aby przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej spełniało kryteria niezależności³⁸⁶. Niezależny członek zarządu zapewnia wzrost obiektywizmu rady i tym samym przyczynia się do lepszego przestrzegania praw akcjonariuszy mniejszościowych.

W odniesieniu do Walnych Zgromadzeń i relacji z akcjonariuszami, w dokumencie umieszczono następujące zasady:

- Zarząd spółki giełdowej i jej rada nadzorcza powinny zachęcać akcjonariuszy do zaangażowania się w sprawy spółki, wyrażającego się przede wszystkim aktywnym udziałem w walnym zgromadzeniu.
- Walne zgromadzenie powinno obradować z poszanowaniem praw akcjonariuszy i dążyć do tego, by podejmowane uchwały nie naruszały uzasadnionych interesów poszczególnych grup akcjonariuszy.
- Akcjonariusze biorący udział w walnym zgromadzeniu wykonują swoje uprawnienia w sposób nienaruszający dobrych obyczajów.

Wśród zasad szczegółowych w tej części znajdują się m.in.:

- Jeżeli jest to uzasadnione z uwagi na strukturę akcjonariatu spółki, spółka zapewnia powszechnie dostępną transmisję obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym.
- Regulamin walnego zgromadzenia, a także sposób prowadzenia obrad oraz podejmowania uchwał nie mogą utrudniać uczestnictwa akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu i wykonywania przysługujących im praw. Zmiany w regulaminie walnego zgromadzenia powinny obowiązywać najwcześniej od następnego walnego zgromadzenia.
- Członkowie zarządu i rady nadzorczej uczestniczą w obradach walnego zgromadzenia w składzie umożliwiającym udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie walnego zgromadzenia.
- Spółka dokłada starań, aby projekty uchwał walnego zgromadzenia zawierały uzasadnienie, jeżeli ułatwi to akcjonariuszom podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem. W przypadku, gdy umieszczenie danej sprawy w porządku obrad

³⁸⁶ Informacje na temat kryteriów niezależności znajdują się w rozdziale 3.2.2.3.

walnego zgromadzenia następuje na żądanie akcjonariusza lub akcjonariuszy, zarząd lub przewodniczący walnego zgromadzenia zwraca się o przedstawienie uzasadnienia proponowanej uchwały. W istotnych sprawach lub mogących budzić wątpliwości akcjonariuszy spółka przekazuje uzasadnienie, chyba że w inny sposób przedstawi akcjonariuszom informacje, które zapewnią podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem.

- W przypadku zgłoszenia przez akcjonariusza żądania udzielenia informacji na temat spółki, nie później niż w terminie 30 dni zarząd spółki jest obowiązany udzielić odpowiedzi na żądanie akcjonariusza lub poinformować go o odmowie udzielenia takiej informacji, jeżeli zarząd podjął taką decyzję na podstawie art. 428 §2 lub §3 Kodeksu spółek handlowych.

Stosowanie przez spółkę wymienionych zasad szczegółowych ma na celu równy dostęp wszystkich akcjonariuszy (również mniejszościowych) do informacji o spółce oraz daje im możliwość świadomego współdecydowania o jej losach w procesie głosowania na WZA.

Część regulująca „Konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązаныmi” rozpoczyna się następującą zasadą:

- Spółka powinna posiadać przejrzyste procedury zapobiegania konfliktom interesów i zawieraniu transakcji z podmiotami powiązаныmi w warunkach możliwości wystąpienia konfliktu interesów. Procedury powinny przewidywać sposoby identyfikacji takich sytuacji, ich ujawniania oraz zarządzania nimi.

Zasady szczegółowe, dotyczące akcjonariuszy mniejszościowych i potencjalnego konfliktu interesów, brzmią następująco:

- Żaden akcjonariusz nie powinien być uprzywilejowany w stosunku do pozostałych akcjonariuszy w zakresie transakcji zawieranych przez spółkę z akcjonariuszami lub podmiotami z nimi powiązаныmi.
- Przed zawarciem przez spółkę istotnej umowy z akcjonariuszem posiadającym co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce lub podmiotem powiązаныm zarząd zwraca się do rady nadzorczej o wyrażenie zgody na taką transakcję. Rada nadzorcza przed wyrażeniem zgody dokonuje oceny wpływu takiej transakcji na interes spółki. Powyższemu obowiązkowi nie podlegają transakcje typowe i zawierane na warunkach rynkowych w ramach prowadzonej działalności operacyjnej przez spółkę z podmiotami wchodzącymi w skład grupy kapitałowej spółki. W przypadku, gdy decyzję w sprawie zawarcia przez spółkę istotnej umowy z podmiotem powiązаныm podejmuje walne zgromadzenie, przed podjęciem takiej decyzji spółka zapewnia wszystkim akcjonariuszom dostęp do informacji niezbędnych do dokonania oceny wpływu tej transakcji na interes spółki.

Zasady te chronią akcjonariuszy mniejszościowych przed nadużyciami ze strony dominujących. Zapewniają możliwość współdecydowania i dają priorytet interesowi spółki.

Stopień stosowania „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW” został zbadany przez firmę doradczą PwC³⁸⁷. Średnio spółki deklarują 86% zgodności z dokumentem, czyli nie przestrzegają 10 zasad. Największe problemy sprawiają wytyczne dotyczące dostępu do WZA w formie elektronicznej. Ponadto 35,1% spółek nie posiada w regulacjach wewnętrznych kryteriów i okoliczności, w których może dojść w spółce do konfliktu interesów. W 23,2% spółek nie są spełnione kryteria niezależności członków rad nadzorczych, a w 20,5% spółek nie spełnia ich przewodniczący komitetu audytu. Przedstawione wnioski świadczą o konieczności ciągłego doskonalenia procedur związanych z *corporate governance* w polskich spółkach.

Podsumowując, „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW” stanowią cenny dorobek polskiego rynku kapitałowego w zakresie *corporate governance*. Przestrzeganie zasad w nich zawartych gwarantuje uwzględnianie praw akcjonariuszy mniejszościowych, co zachęca ich do aktywnego podejmowania inwestycji i zaangażowania w nadzór w spółkach.

3.2.3. Struktura własności polskich spółek giełdowych

Problem ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, regulowany m.in. przez wspomniane wcześniej „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”, jest zdeterminowany przez strukturę własności polskich przedsiębiorstw notowanych na giełdzie, która stopniowo ewoluuje od wysokiej do średniej koncentracji. Sprzyja temu postępująca od lat 90. XX wieku prywatyzacja, wzrost znaczenia przedsiębiorstw prywatnych, stopniowy rozwój rynku kapitałowego oraz obecność licznych inwestorów instytucjonalnych (w tym funduszy emerytalnych). Struktura własności polskich spółek charakteryzuje się znaczącą obecnością podmiotów sektora publicznego (m.in. Skarb Państwa) oraz rosnącą rolą inwestorów indywidualnych. Podobnie jak w krajach anglosaskich, znaczącą grupę tworzą fundusze inwestycyjne i emerytalne. Od 2000 roku największy udział w kapitale własnym spółek notowanych na GPW mają inwestorzy zagraniczni³⁸⁸. Z reguły wyższa koncentracja występuje w spółkach, gdzie największym akcjonariuszem jest inwestor

³⁸⁷ PwC, *Rady nadzorcze 2017, Trendy i kierunki zmian*, <https://www.pwc.pl/pl/pdf/pwc-raport-rady-nadzorcze-2017.pdf>, 2017.

³⁸⁸ A. Adamska, *Własność i kontrola*, op.cit., s. 66–67.

branżowy lub Skarb Państwa, natomiast najniższa w przypadku inwestorów finansowych (instytucjonalnych)³⁸⁹.

W większości spółek giełdowych w Polsce występuje akcjonariusz większościowy, który de facto sprawuje nad nią kontrolę. W przypadku spółek sprywatyzowanych jest to zazwyczaj duży inwestor branżowy (krajowy lub zagraniczny). Natomiast w spółkach prywatnych/rodzinnych pakiet większościowy zazwyczaj należy do założyciela, który również zarządza przedsiębiorstwem. W tabeli 7 została przedstawiona koncentracja własności ze względu na tożsamość akcjonariusza dominującego.

Tabela 7. Koncentracja własności ze względu na tożsamość akcjonariusza dominującego w 2011 roku w spółkach notowanych na GPW

Akcjonariusz dominujący	Udział w kapitale zakładowym [w %]	Liczba akcjonariuszy notyfikowanych
Inwestor branżowy	50,51	2,92
Państwo	45,92	2,24
Inwestor indywidualny	35,60	3,46
Inwestor finansowy	26,02	3,65
Razem	41,05	3,21

Źródło: A. Adamska, *Własność i kontrola*, op.cit., s. 100.

Jak wynika z tabeli 7, w 2011 roku średnio udziałowiec dominujący posiadał 41% akcji, natomiast średnia liczba zarejestrowanych akcjonariuszy (powyżej 5% udziałów) w spółkach notowanych na GPW w Warszawie wynosiła 3,21. Spółki, w których akcjonariuszem dominującym był inwestor finansowy (inwestor instytucjonalny w rozumieniu tego opracowania), miały zarówno najniższy średni udział akcjonariusza większościowego (26,02%), jak i największą liczbę akcjonariuszy notyfikowanych (3,65), co wskazuje na największe rozdrobnienie własności wśród tych spółek.

Struktura własności polskich spółek giełdowych jest zbliżona do tej występującej w krajach Europy kontynentalnej, np. w niemieckim systemie ładu korporacyjnego. Koncentracja własności powoduje, że problemem staje się ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych. Akcjonariusz dominujący, który zazwyczaj kontroluje zarówno organy nadzorcze, jak i zarząd mają tendencję do podejmowania działań, które przynoszą im korzyść kosztem właścicieli posiadających małe pakiety akcji³⁹⁰.

³⁸⁹ M. Aluchna, op.cit., 2015, s. 224.

³⁹⁰ M. Aluchna, *The dynamics of Polish corporate governance*, Lambert, Warszawa 2013, s. 82–86.

Akcjonariusze mniejszościowi, czyli m.in. inwestorzy instytucjonalni, świadomi swoich praw, korzystają z nich – co zostało opisane w dalszej części rozdziału.

3.2.4. Ład korporacyjny w Polsce w świetle teorii i systemów ładu korporacyjnego – podsumowanie

Podstawową teorią w obszarze ładu korporacyjnego jest teoria agencji. W Polsce przejawia się ona głównie przez konflikt agencji typu II, czyli pomiędzy akcjonariuszami mniejszościowymi a akcjonariuszem dominującym. W ukształtowanym polskim systemie ładu korporacyjnego konflikt ten jest łagodzony przez wymogi niezależności członków rady nadzorczej oraz szczególne zwrócenie uwagi w prawodawstwie i w „Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW” na prawa akcjonariuszy mniejszościowych. Konflikt agencji typu I, czyli pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami, jest natomiast łagodzony przez system dwustopniowy – wyraźne oddzielenie funkcji nadzorczej od wykonawczej. Z drugiej strony, to rozdzielanie prowadzi do utrudnień we współpracy i w wymianie informacji pomiędzy tymi organami spółki. Jest to przeszkodą do skutecznego urzeczywistniania założeń teorii zarządcy, która przedstawia radę nadzorczą jako organ doradczy dla zarządu. Ponadto akcjonariusze bezpośrednio regulują działania zarządu poprzez aktywność na WZA.

Porównując polski system ładu korporacyjnego z innymi krajami, w świetle kategorii zaproponowanych przez J. Weimera i J. Pape³⁹¹, jego szczegółową charakterystykę zaprezentowano w tabeli 8.

Tradycyjnie polski model systemu ładu korporacyjnego wzorowany jest na modelu kontynentalnym niemieckim (spółki posiadają dwa gremia: zarząd i radę nadzorczą), jednak z rosnącym znaczeniem rynku kapitałowego. W polskim systemie *corporate governance*, podobnie jak w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej, dąży się do łączenia dwóch podejść – anglosaskiego tworzenia wartości dla akcjonariuszy bez zaniedbywania typowo kontynentalnej koncepcji dialogu społecznego, równowagi i społecznej odpowiedzialności biznesu³⁹².

Porównując polski system z systemem niemieckim, warto zwrócić uwagę na kompetencje rady nadzorczej, które w Polsce są dużo węższe niż w Niemczech. Lista kwestii, które rada nadzorcza musi aprobować w systemie niemieckim jest dłuższa, np. ważne projekty inwestycyjne, znaczące kredyty, projekty restrukturyzacyjne,

³⁹¹ J. Weimer, J. Pape, op.cit.

³⁹² J. Jeżak, *Corporate Governance in Developing Countries...*, op.cit., 2014.

otwieranie i zamykanie fabryk, zatrudnianie i zwalnianie pracowników na wysokich stanowiskach. Może być ona dowolnie kształtowana przez radę bez zgody WZA, w Polsce taka zgoda jest wymagana. Nie może ona wydawać wiążących wytycznych zarządowi. To wszystko sprawia, że to zarząd posiada realną władzę w spółce, a poziom zaufania pomiędzy oboma gremiami ulega obniżeniu. Utrudnia to radzie nadzorczej realizację funkcji doradczej, czyli wnoszenia wartości dodanej w procesie zarządzania strategicznego przedsiębiorstwem³⁹³.

Tabela 8. Polski system ładu korporacyjnego – podsumowanie

Koncepcja przedsiębiorstwa	Spółka jako niezależna instytucja
Organizacja systemu nadzoru	Dwupoziomowa
Właściciele	Grupy kapitałowe, holdingi branżowe, rząd, inwestorzy instytucjonalni, rodziny
Znaczenie giełdy	Średnie
Zewnętrzny rynek w zakresie nadzoru korporacyjnego	Niewielka aktywność
Koncentracja własności	Wysoka
Zależność pomiędzy wynagrodzeniami a wynikami finansowymi	Słaba
Horyzont czasowy	Długoterminowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Weimer, J. Pape, op.cit.

Biorąc pod uwagę fakt, że większość krajów odchodzi od systemu dwupoziomowego (np. kraje skandynawskie, Francja), co jest wspierane przez instytucje Unii Europejskiej i następuje globalna konwergencja systemów, oczekuje się, że polski system ładu korporacyjnego będzie również ewoluował w przyszłości w stronę modelu anglosaskiego³⁹⁴.

Struktura własności w spółkach notowanych na GPW jest skoncentrowana, jednak rozwój rynku kapitałowego i postępująca globalizacja sprzyja rozwojowi akcjonariatu mniejszościowego. Polski system ładu korporacyjnego i dobre praktyki mają na celu ochronę praw udziałowców mniejszościowych (należą do nich finansowi inwestorzy instytucjonalni).

³⁹³ Ibidem.

³⁹⁴ J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, op.cit., 2014, s. 194–195.

3.3. Inwestorzy instytucjonalni w Polsce

3.3.1. Wprowadzenie

Inwestorzy instytucjonalni pojawili się w Polsce wraz z transformacją ustroju i rozwojem rynku kapitałowego.

W latach 90. XX wieku jedną z form prywatyzacji był Program Powszechnej Prywatyzacji, który zakładał utworzenie 15 narodowych funduszy inwestycyjnych (NFI). Objęły one udziały większościowe w 33–34 przedsiębiorstwach i mniejszościowe (1,9%) w każdym z pozostałych 477³⁹⁵. Akcje NFI zostały w 1997 roku wprowadzone na giełdę. Ich aktywami zarządzały wyspecjalizowane firmy, których prowizje były wysokie i niezależne od restrukturyzacji i wyników spółek portfelowych. Ponadto NFI szybko stały się zależne od sytuacji politycznej w kraju. Efektywność ich działania była też ograniczana przez regulacje oraz nierzadkie nadużywanie swojej pozycji przez akcjonariuszy dominujących. Umożliwiły one jednak prywatyzację oraz wprowadzenie wielu polskich spółek na GPW³⁹⁶. Początkowo przyjęty proces prywatyzacji zakładał znaczny udział drobnych inwestorów, w tym pracowników, w akcjonariacie. Z biegiem czasu ich rola malała na rzecz inwestorów branżowych i instytucjonalnych³⁹⁷.

W 1991 roku wprowadzono regulacje prawne dotyczące działalności funduszy powierniczych, a następnie od 1997 roku – inwestycyjnych. Natomiast reforma systemu emerytalnego z 1999 roku stworzyła w Polsce sektor funduszy emerytalnych.

Wśród pozostałych rodzajów inwestorów instytucjonalnych są typowe instytucje finansowe. Banki w Polsce nie należą jednak do znaczących akcjonariuszy³⁹⁸. Ich ewentualna rola w nadzorze nad spółką może natomiast polegać na nadzorze wierzycielskim³⁹⁹. Natomiast sektor ubezpieczeniowy, który na początku lat 90. XX wieku był bardzo słabo rozwinięty w Polsce, stopniowo zyskuje na znaczeniu mimo ciągle niskiej penetracji (aktywa sektora wynoszą 5,8% PKB⁴⁰⁰). Udział

³⁹⁵ M. Aluchna, op.cit., 2007, s. 184.

³⁹⁶ J. Studziński, op.cit., s. 296–302.

³⁹⁷ G. Jędrzejczak, *Polski rynek kapitałowy a ład korporacyjny*, [w:] K. Lis, H. Sterniczuk (red.), op.cit., s. 326–343.

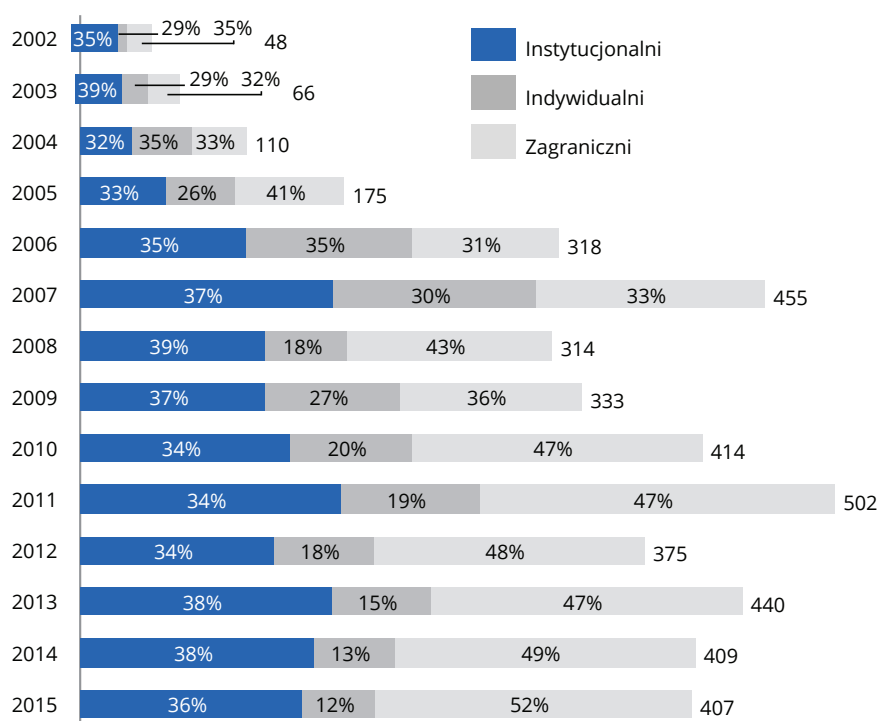
³⁹⁸ J. Studziński, op.cit., s. 328–329.

³⁹⁹ Więcej w: A. Słomka-Gołębiowska, *Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, [w:] Polski Instytut Dyrektorów, *Wkład banków w corporate governance, nadzór wierzycielski: banki a efektywność spółek kapitałowych*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006, s. 18–29.

⁴⁰⁰ Obliczenia własne dla 2015 roku na podstawie KNF i GUS.

akcji i udziałów w lokatach zakładów ubezpieczeń dynamicznie wzrasta i wynosił w 2015 roku 17,7% dla ubezpieczeń na życie i 26,7% dla ubezpieczeń majątkowych⁴⁰¹ (wobec 7,6% i 10,1% w 2005 roku). W 2013 roku udział zakładów ubezpieczeń w obrotach generowanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych wynosił zaledwie 1% na rynku regulowanym i 7% na rynku NewConnect⁴⁰².

Rysunek 4. Udział grup inwestorów w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2002–2015 [w mln złotych]



Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW, *Zagregowane wyniki badania dot. udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/RI/2015_P2_Udzialy_20160222.pdf

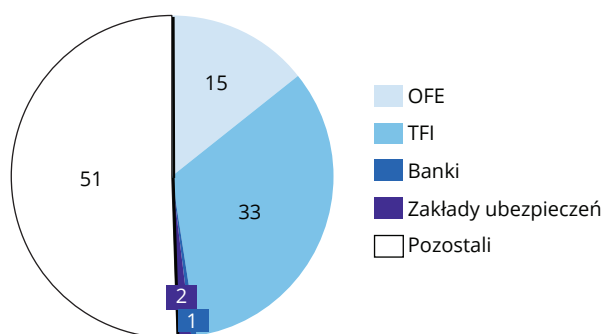
Pomimo kryzysu finansowego rola inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek notowanych na GPW stale wzrasta. W 2007 roku posiadali oni sumarycznie największy pakiet w 10,3% spółek. W 2011 roku było to 16,2%, a mediana

⁴⁰¹ KNF, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2015 roku*, https://www.knf.gov.pl/Images/sektor_ubezpieczen_IVkw_2015_tcm75-47027.pdf

⁴⁰² A. Parlińska, *Zakłady ubezpieczeń na polskim rynku kapitałowym w latach 2005–2013*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2014, nr 3, s. 97–114.

udziału w nich wynosiła 23,5%⁴⁰³. Ich znaczenie przedstawiono przez analizę udziału inwestorów instytucjonalnych w obrotach GPW w ostatnich latach (rysunek 4) oraz udziału poszczególnych ich typów w 2015 roku (rysunek 5).

Rysunek 5. Podział udziału inwestorów instytucjonalnych na typy w 2015 roku [w %]



Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW, *Zagregowane wyniki badania udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/RI/2015_P2_Udzialy_20160222.pdf

W dalszej części podrozdziału przeanalizowano rynek i znaczenie funduszy inwestycyjnych i emerytalnych w Polsce, czyli grup inwestorów instytucjonalnych o największym znaczeniu dla rynku kapitałowego.

3.3.2. Fundusze inwestycyjne

3.3.2.1. Uwarunkowania prawne

Fundusze inwestycyjne ewoluowały w Polsce z funduszy powierniczych. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych wprowadziła osobowość prawną dla funduszy inwestycyjnych zdefiniowała ich rodzaje i uregulowała działanie. Jej zmiana nastąpiła w 2004 roku, kiedy to uchwalono nową ustawę w tym obszarze, znowelizowaną w 2008 i 2010 roku⁴⁰⁴. Polskie rozwiązania prawne w zakresie działalności funduszy inwestycyjnych mają na celu zwiększenie dostępności produktów inwestycyjnych dla szerokiego grona potencjalnych

⁴⁰³ P. Urbanek, *Zmiany w akcjonariacie w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 417–435.

⁴⁰⁴ J. Studziński, op.cit., s. 322–323.

klientów, zapewnienie ich konkurencyjności wobec innych form inwestowania przy jednoczesnym zachowaniu bezpieczeństwa kapitału uczestników funduszy⁴⁰⁵.

Podstawowymi celami inwestowania środków funduszu, zawartymi w polskich uregulowaniach prawnych, są:

- ochrona realnej wartości aktywów funduszu,
- osiągnięcie dochodu z zainwestowanych aktywów,
- wzrost wartości aktywów.

Polityka inwestycyjna powinna być zorientowana na bezpieczeństwo oraz zysk dla uczestników funduszu i zawierać wytyczne dotyczące:

- rodzajów papierów wartościowych i innych praw majątkowych, w które lokowane są środki,
- kryteriów wyboru lokat i ich dywersyfikacji oraz ograniczeń inwestycyjnych,
- dopuszczalnej wysokości zaciąganych przez fundusz pożyczek i kredytów.

Fundusze inwestycyjne mogą zostać założone i reprezentowane przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Stworzenie otwartego funduszu inwestycyjnego wymaga zgromadzenia wpłat wysokości co najmniej 4 mln złotych, natomiast jeżeli wartość aktywów spadnie poniżej 2 mln złotych, to fundusz jest rozwiązywany.

Ustawa szczegółowo reguluje typy aktywów, w które otwarte fundusze inwestycyjne mogą inwestować. W zakresie udziałowych papierów wartościowych mogą to być akcje spółek notowanych na krajowych i zagranicznych rynkach regulowanych (rynek pierwotny i wtórny). Inwestycje na rynku zorganizowanym wymagają zgody Komisji Nadzoru Finansowego. Ponadto fundusz może zaangażować jedynie do 5% swoich aktywów w papiery wartościowe i wierzytelności jednego emitenta. Limit ten może być zwiększony do 10%, jeżeli w sumie wartość tego typu lokat nie przekracza 40% aktywów funduszu lub gdy statut na to pozwala. Wartość lokat funduszu może wzrosnąć do 35%, jeżeli emitentem lub gwarantem jest Skarb Państwa, NBP, jednostka samorządu terytorialnego w Polsce, państwie UE lub OECD albo międzynarodowa instytucja finansowa, do której należy Polska lub jedno z państw członkowskich UE. Większe inwestycje są dopuszczalne, jeśli w statucie znajdzie się dokładne wskazanie emitenta lub gwaranta. W przypadku zamkniętych funduszy inwestycyjnych regulacje dotyczące inwestowania są liberalniejsze. Pozwala się na inwestowanie nawet do 20% aktywów funduszu w papiery wartościowe i wierzytelności jednego emitenta (i bez ograniczeń w przypadku, gdy emitentem lub gwarantem są wymienione wcześniej podmioty). Możliwe jest także inwestowanie w spółki z ograniczoną

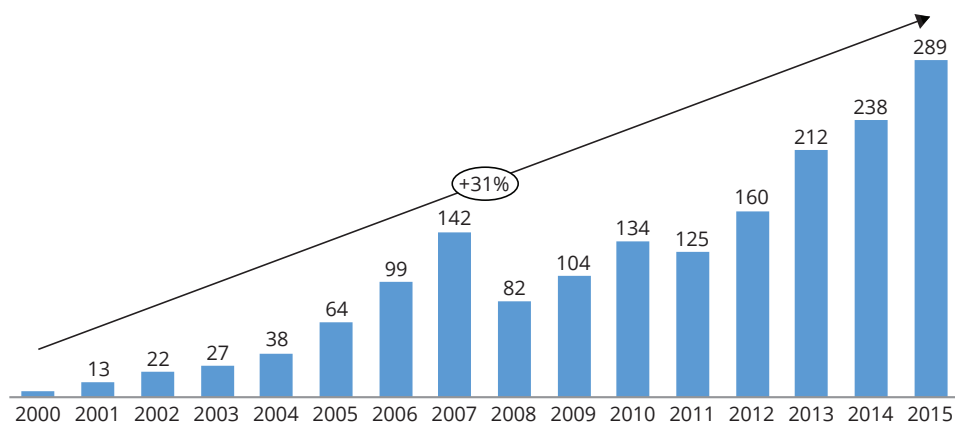
⁴⁰⁵ K. Perez, *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 169.

odpowiedzialnością. Wytyczne, znajdujące się w polskiej ustawie o funduszach inwestycyjnych, są zgodne z prawodawstwem UE i pozwalają konkurować polskim podmiotom na rynku europejskim⁴⁰⁶.

3.3.2.2. Rynek funduszy inwestycyjnych

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce rozwija się dynamicznie. Wartość ich aktywów wzrasta z roku na rok, z wyjątkiem okresu spowolnienia w latach 2008–2011 spowodowanego globalnym kryzysem finansowym. Dynamika ta została przedstawiona na rysunku 6.

Rysunek 6. Aktywa funduszy w latach 2000–2016 [w mld złotych]



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

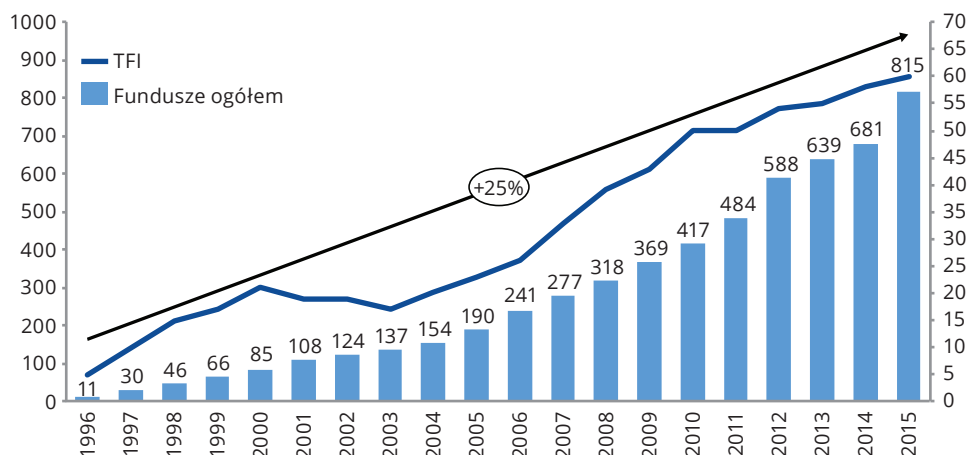
Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce po transformacji ustrojowej można podzielić na trzy etapy. Pierwszy trwał do 2001 roku i charakteryzował się niską wartością aktywów i niewielką liczbą funduszy. W latach 2002–2007 nastąpił skokowy wzrost branży – średnio na osobę w Polsce przypadało w 2007 roku prawie 4 tys. złotych zainwestowanych w fundusze inwestycyjne. Trzeci etap to okres po kryzysie finansowym, który charakteryzował się dużymi turbulencjami i spadkiem wartości aktywów⁴⁰⁷. Od 2013 roku nastąpiło odbicie w branży i klienci ponownie zainteresowali się lokowaniem oszczędności w fundusze inwestycyjne.

⁴⁰⁶ W. Dębski, op.cit., 2014, s. 671–685.

⁴⁰⁷ Z. Dobosiewicz, *Gielda, zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa 2013, s. 103–104.

Również liczba działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych zwiększa się, co przedstawiono na rysunku 7. Świadczy to o atrakcyjności polskiego rynku dla nowych towarzystw i braku wyraźnych tendencji konsolidacyjnych. Badania naukowe dowodzą ponadto, że nowopowstające fundusze inwestycyjne polskich akcji w pierwszym roku działalności uzyskują ponadprzeciętne wyniki na tle rynku, co dodatkowo może zachęcać klientów do nabywania jednostek uczestnictwa⁴⁰⁸.

Rysunek 7. Liczba działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych (oś prawa) oraz liczba oferowanych przez nie funduszy (wraz ze skumulowanym średnim rocznym wzrostem) w latach 1996–2015



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Po przeanalizowaniu typów funduszy oferowanych na polskim rynku okazuje się, że w 2015 roku najwyższą wartością aktywów dysponowały fundusze aktywów niepublicznych (38,8% rynku), następnie fundusze dłużne (16,3%) oraz mieszane (12,8%). Fundusze akcji stanowiły 11,8% rynku. Z tego fundusze akcji polskich posiadały 67,3% z ich aktywów⁴⁰⁹.

⁴⁰⁸ D. Dawidowicz, *Ocena efektywności nowych i pozostałych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2000–2012*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2013, s. 53–65.

⁴⁰⁹ IZFiA, *Raport roczny IZFiA 2015*, <http://www.izfa.pl/pl/72,raporty-roczne-o-rynku-fi.html>

3.3.3. Fundusze emerytalne

3.3.3.1. Uwarunkowania prawne

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych powoływała do istnienia otwarte fundusze emerytalne w Polsce (OFE), które od 1999 roku miały stanowić II filar systemu emerytalnego.

Zgodnie z tym aktem prawnym, „przedmiotem działalności funduszu jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie, z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego”⁴¹⁰. Alokacja aktywów funduszy powinna mieć na celu osiąganie maksymalnej rentowności przy zachowaniu maksymalnego bezpieczeństwa lokat. Możliwe stało się tworzenie zarówno funduszy otwartych, jak i pracowniczych. W świetle ustawy jedynie fundusze otwarte prowadzą swoją działalność odpłatnie oraz są zobowiązane do zatrudnienia co najmniej jednego doradcy inwestycyjnego.

Pozostałymi aktami prawnymi ustawowymi, które regulują działanie kapitałowego systemu emerytalnego w Polsce, są:

- Ustawa z dnia 13 października 1998 roku o systemie ubezpieczeń społecznych,
- Ustawa z dnia 21 listopada 2008 roku o emeryturach kapitałowych,
- Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 roku o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych⁴¹¹.

Znacząca reforma systemu emerytalnego w Polsce odbyła się w 2014 roku, kiedy to przeniesiono do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych obligacyjną część aktywów OFE, wprowadzono dobrowolność uczestniczenia w OFE w odniesieniu do przyszłych składek emerytalnych (do OFE może zostać przekazane 2,92%), zakazano inwestowania w skarbowe papiery wartościowe, zachęcono OFE do prowadzenia mniej zachowawczej polityki lokacyjnej, obniżono maksymalną opłatę za zarządzanie do 1,75% i ustalono zasady wypłaty świadczeń emerytalnych ze zgromadzonych środków⁴¹². Ponadto zobowiązano OFE do rozpoczęcia, 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego przez członka funduszu, stopniowego przekazywania środków na subkonto w ZUS, co miało uchronić go przed utratą kapitału

⁴¹⁰ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. 1997 Nr 139 poz. 934.

⁴¹¹ D. Nowicki, *Kapitałowy system emerytalny po zmianach – wybrane zagadnienia prawne*, KNE, Warszawa 2014, s. 26.

⁴¹² *Ibidem*, s. 14.

w przypadku zawirowań i gwałtownych spadków cen aktywów na rynkach finansowych⁴¹³. W celu ochrony GPW przed nagłą potencjalną wyprzedzą, dokonaną przez OFE, ustawa wprowadziła wymóg inwestowania przez OFE co najmniej 75% aktywów w akcje. Limit ten jest powoli zmniejszany – do 55% w 2015 roku, 35% w 2016 roku i 15% w 2017 roku. W 2018 roku ten nakaz w obszarze polityki inwestycyjnej zostanie całkowicie usunięty⁴¹⁴.

Do końca stycznia 2014 roku polskie papiery skarbowe stanowiły 45,8% portfeli OFE, a po przekazaniu aktywów do ZUS udział ten spadł do około 1%. Po zmianach prawnych, na koniec marca 2015 roku, udział krajowych papierów udziałowych w portfelach OFE wynosił 80%⁴¹⁵.

3.3.3.2. Rynek OFE

W 1999 roku, kiedy otwarte fundusze emerytalne – powszechne towarzystwa emerytalne o kapitale krajowym, zagranicznym i mieszanym – rozpoczynały działalność w Polsce, było ich 21. Następnie, po procesie konsolidacji rynku, ich liczba spadła do 14 w 2004 roku i ustabilizowała się na kolejne lata⁴¹⁶.

Na koniec 2015 roku w Polsce działało 12 otwartych funduszy emerytalnych o sumie aktywów niemal 140 mld złotych. Akcje notowane na rynku regulowanym stanowiły 83% ich portfela. Lista działających funduszy OFE została przedstawiona w tabeli 9.

Tabela 9. OFE w Polsce – grudzień 2015 [w złotych]

Otwarty fundusz emerytalny	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Aktywa razem
Nationale-Nederlanden OFE	29 484 351 690,36	34 198 894 111,94
Aviva OFE Aviva BZ WBK	25 562 831 006,14	30 595 893 767,23
OFE PZU "Złota Jesień"	15 995 439 701,66	18 500 552 213,44
MetLife OFE	9 322 155 621,31	11 203 008 125,30
AXA OFE	7 058 051 435,27	9 058 069 653,56

⁴¹³ D. Gad, *Polityka inwestycyjna Otwartych Funduszy Emerytalnych – analiza porównawcza*, [w:] J. Olszewski (red.), *Gospodarka światowa i krajowa, jej wyzwania we współczesnych czasach*, Naukowe Wydawnictwo IVG, Szczecin 2015, s. 95–106.

⁴¹⁴ D. Nowicki, op.cit., s. 17.

⁴¹⁵ KNF, *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2012–31.03.2015*, Warszawa 2015, https://www.knf.gov.pl/Images/INV_OFE_02072015_tcm75-42024.pdf, s. 5.

⁴¹⁶ M. Al-Kaber, *Współczesne instytucje rynku finansowego*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2014, s. 225.

Otwarty fundusz emerytalny	Akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym	Aktywa razem
Generali OFE	5 308 705 814,84	6 903 558 474,82
Nordea OFE	5 389 504 997,72	6 415 497 393,65
PKO BP Bankowy OFE	5 215 700 019,36	6 329 584 528,73
Allianz Polska OFE	4 951 273 776,66	6 311 844 537,57
AEGON OFE	4 458 384 584,90	5 700 668 608,76
OFE Pocztylion	2 199 047 434,86	2 605 731 915,59
Pekao OFE	1 775 433 856,85	2 054 230 866,70

Źródło: opracowanie własne na podstawie KNF, *Biuletyn roczny. Rynek OFE 2015*, https://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/index.html

W 2015 roku OFE posiadały w swoich portfelach akcje stanowiące 19% kapitalizacji GPW w Warszawie, co czyniło je ważnymi podmiotami na tym rynku. Dalszy rozwój sektora OFE będzie uzależniony od przyjętej strategii i dalszych reform w zakresie ubezpieczeń emerytalnych w Polsce.

3.3.4. Znaczenie inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku kapitałowym

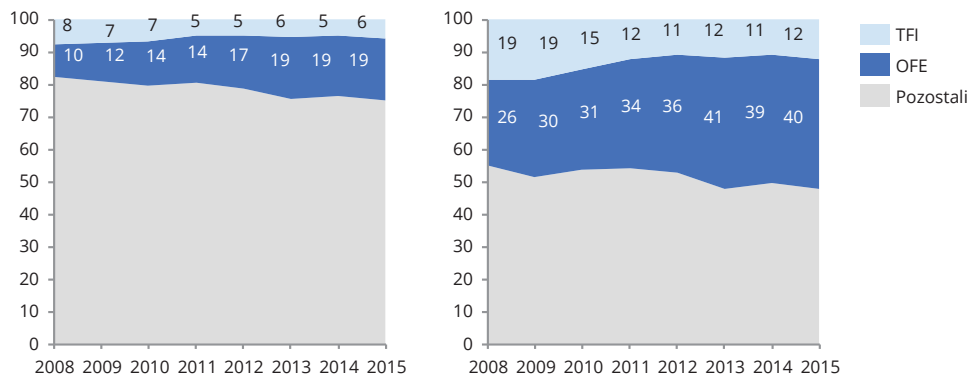
3.3.4.1. Inwestorzy instytucjonalni na GPW

Obecność otwartych funduszy emerytalnych oraz funduszy inwestycyjnych nie pozostaje bez wpływu na polski rynek kapitałowy, gdyż ich udział w kapitalizacji giełdy dochodził do 25% w latach 2013–2015, co obrazuje rysunek 8.

Dodatkowo udział wspomnianych inwestorów instytucjonalnych we *free float* warszawskiej giełdy regularnie przekracza 50%. Stopniowy spadek udziałów TFI po kryzysie finansowym wiązał się z wycofywaniem środków pieniężnych przez klientów funduszy. Natomiast ciągły wzrost udziałów OFE spowodowany był napływającymi składkami ubezpieczonych (po reformie z 2014 roku możliwe jest zahamowanie tego trendu)⁴¹⁷. Tak istotna obecność krajowych inwestorów instytucjonalnych, którzy dodatkowo posiadają często znaczące pakiety akcji w spółkach, które stanowią znaczącą część ich portfeli, ma niewątpliwą wpływ na rozwój rynku kapitałowego w Polsce.

⁴¹⁷ NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce (2008–2015)*.

Rysunek 8. Udział lokat OFE oraz TFI w kapitalizacji (strona lewa) oraz we *free float*⁴¹⁸ rynków organizowanych przez GPW w latach 2008–2015 [w %]



Źródło: opracowanie własne na podstawie cyklicznych raportów NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce*.

3.3.4.2. Reforma systemu emerytalnego a rozwój rynku kapitałowego

Od 1999 roku dynamicznie rozrastał się sektor OFE w Polsce, kształtując rzeczywistość na rynkach finansowych.

W 2004 roku badacze⁴¹⁹ oczekiwali, że podaż instrumentów finansowych na polskim rynku finansowym nie będzie w stanie zaspokoić popytu zgłaszanego przez OFE w perspektywie do 2010 roku. Zakładano, że polska gospodarka nie zdoła wchłonąć tak dużej ilości kapitału i konieczne będzie rozszerzenie spektrum inwestycyjnego OFE (np. spółki niepubliczne, inwestycje zagraniczne)⁴²⁰.

Po ponad 15 latach działalności okazało się, że kapitał zgromadzony w OFE istotnie wspierał rozwój polskiego rynku kapitałowego przez udział tych podmiotów w emisjach pierwotnych (w tym w prywatyzacjach) oraz aktywną działalność na rynku wtórnym GPW. W czasie kryzysu finansowego i wyraźnego odpływu kapitału zagranicznego z Polski OFE, pozostając aktywnym uczestnikiem rynku kapitałowego, przyczyniały się do zapewnienia stabilności systemu finansowego. Fundusze te wywierają bardziej stabilizujący wpływ na rynek kapitałowy niż

⁴¹⁸ *Free float* to akcje w wolnym obrocie, czyli należące do „drobnych” akcjonariuszy (posiadających do 5% ogólnej liczby akcji spółki).

⁴¹⁹ M. Al-Kaber, *Rynki finansowe i instytucje*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2004, s. 451–452.

⁴²⁰ T. Miziołek, *Perspektywy rozwoju OFE na rynku finansowym*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 10, s. 125.

fundusze inwestycyjne, ponieważ cechują się długoterminowym horyzontem inwestycyjnym (warto zauważyć, że posiadają większy udział w kapitalizacji giełdy niż polskie fundusze inwestycyjne, a ich udział w obrotach jest dużo niższy). W czasie kryzysu w latach 2008–2009 oraz w 2011 roku część funduszy emerytalnych aktywnie kupowała taniejące papiery wartościowe, licząc na wzrost ich cen w przyszłości, co przyczyniało się do stabilizowania giełdy⁴²¹.

Z drugiej strony, zauważono tendencje do powstawania mód inwestycyjnych w określone sektory gospodarki. Do roku 2001 zainteresowaniem cieszył się sektor usługowy, a następnie sektor finansowy, który miał przynosić duże zyski po przezwyciężeniu kryzysu z początku lat 2000. Po kryzysie finansowym z lat 2008–2009 i problemach instytucji finansowych, OFE skierowały swoją uwagę na sektor przemysłowy⁴²².

Ponadto wśród wad OFE wymienia się w literaturze fakt, że inwestują one jedynie w ok. 250 spółek. Środki publiczne, które stanowią składki emerytalne, wspierają zatem rozwój tylko największych przedsiębiorstw, a nie całej polskiej gospodarki. Dodatkowo udział OFE w prywatyzacji jest fikcyjny, gdyż kupują one akcje prywatyzowanych spółek za publiczne środki. Kolejny zarzut niektórych badaczy dotyczy niemożności bycia „dobrym właścicielem”, gdyż „nie jest możliwe efektywne zarządzanie setkami firm jednocześnie”⁴²³.

Jednakże OFE często dysponują pakietami akcji, które wystarczają do odgrywania znaczącej roli lub nawet kontrolowania spółek, co obrazuje tabela 10. Sprawia to, że fundusze (szczególnie te największe) mogą w wielu przypadkach aktywnie i skutecznie korzystać ze swoich praw jako właściciele.

W 2015 roku w 19 spółkach notowanych na GPW OFE posiadały w sumie ponad 40-procentowe pakiety akcji, które czyniły z nich ważną (a często najważniejszą), ale rozdrobnioną grupę akcjonariuszy. W takim przypadku sprawowanie efektywnego nadzoru nad spółkami może utrudniać obawa o oskarżenie o działanie w porozumieniu⁴²⁴.

W związku z pełnioną funkcją właścicielską największe OFE posiadają i publikują własne dokumenty, zawierające zbiór dobrych praktyk ładu korporacyjnego dla spółek, w których mają akcje. Takie wytyczne stanowią wskazówki dla menedżerów,

⁴²¹ Z. Dobosiewicz, op.cit., s. 126.

⁴²² H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji, wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 186.

⁴²³ L. Oręziak, *OFE, katastrofa prywatyzacji emerytur w Polsce*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa 2014, s. 311–316.

⁴²⁴ Zgodnie z ustawą o ofercie, na podmiotach, które zawierają trwałe porozumienie, spoczywają określone obowiązki informacyjne. Okazjonalne ustalenia, związane np. z głosowaniem w czasie WZA, nie są traktowane jako działania w porozumieniu.

którzy w przypadku rozproszonej struktury własności i obecności funduszy emerytalnych w roli znaczących akcjonariuszy, mogą być podatni na podejmowanie nadużyć (zgodnie z teorią hegemonii menedżerskiej i teorią agencji).

Tabela 10. Spółki, w których udział OFE wśród akcjonariuszy przekracza 40% (2015)

Spółka	Udział OFE w kapitalizacji spółki [w %]
ELEKTROBUDOWA SA	77,7
GRUPA KĘTY SA	70,6
MAGELLAN SA	66,6
CERAMIKA NOWA GALA SA	59,4
ROBYG SA	56,9
FERRO SA	55,5
AB SA	54,7
SANOCKIE ZAKŁADY PRZEMYSŁU GUMOWEGO STOMIL SANOK SA	53,1
AGORA SA	50,1
COMP SAFE SUPPORT SA	45,4
ATM SA	45,2
INTER CARS SA	44,6
KRUK SA	42,4
QUMAK SA	42,2
AMREST HOLDINGS SE	40,9
ASSECO POLAND SA	40,1
FABRYKA MEBLI FORTE SA	40,1
PELION SA	40,0

Źródło: KNF.

Przykładowo Zasady Ładu Korporacyjnego PZU PTE⁴²⁵ zawierają zobowiązanie instytucji do udziału w Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy i ewentualne wyjątki od tego obowiązku. Ponadto zawarto tam informacje dotyczące sposobu głosowania. Za kluczowe obszary zainteresowania OFE w czasie WZA uznano:

- sposób wynagradzania menedżerów (opcje menedżerskie),
- działania zmierzające do ograniczania praw akcjonariuszy mniejszościowych.

⁴²⁵ *Zasady Ładu Korporacyjnego w działalności inwestycyjnej Otwartego Funduszu Emerytalnego PZU „Złota Jesień” (Otwartego Funduszu) oraz Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU (Dobrowolnego Funduszu)*, <https://www.pzu.pl/grupa-pzu/pte-pzu/inwestycje-ofe>

Wytyczne w sprawie głosowań w obu wspomnianych zagadnieniach są szczegółowo określone. W przypadku opcji menedżerskich najważniejsza wydaje się dbałość o interes wszystkich akcjonariuszy przy zachowaniu konkurencyjności wynagrodzenia dla kadry menedżerskiej i jej wysokiego poziomu motywacji. W zakresie ograniczania praw mniejszości wszelkie próby uprzywilejowania wybranych grup akcjonariuszy lub utrudniania wykonywania funkcji kontrolnych wybranym organom spółki spotykają się ze sprzeciwem przedstawicieli funduszu w czasie WZA. W kolejnym rozdziale dokument opisuje również procedurę zatwierdzania instrukcji do głosowania na WZA i deklaruje, że „celem Funduszu i osób występujących w jego imieniu jest działanie w jak najlepiej pojętym interesie Członków Funduszu i Oszczędzających oraz maksymalizacja wartości ich aktywów w długim okresie czasu”. Temu celowi ma służyć także aktywny udział w wyborze członków rad nadzorczych; preferowani są kandydaci spełniający kryteria niezależności. Poparcie jest również warunkowane kompetencjami danej osoby. W ostatnim rozdziale dokumentu zwrócono uwagę na eliminowanie konfliktu interesów pomiędzy PTE (jego pracownikami) a spółkami portfelowymi.

Poza własnymi wytycznymi dla spółek dotyczącymi ładu korporacyjnego, OFE stosują się do Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, który został szerzej opisany w podrozdziale 3.3.4.4. Zobowiązuje on fundusze do ujawniania sprawozdań z WZA, w których uczestniczyły. Stało się standardem, że szczegółowe dokumenty są zamieszczane na stronach internetowych OFE – zawierają one teksty uchwał oraz przyjęte stanowisko.

3.3.4.3. Fundusze inwestycyjne na rynku kapitałowym

Posiadając znaczny portfel akcji, fundusze inwestycyjne są również istotnymi graczami na polskim rynku kapitałowym. Polskie fundusze inwestycyjne dysponują niższą sumą aktywów niż fundusze emerytalne, jednak ich działalność w zakresie zaangażowania w nadzór nad spółkami nie odbiega znacząco od funduszy emerytalnych.

Szczególne rolę na GPW pełnią zagraniczne fundusze inwestycyjne. Ich ośrodki podejmowania decyzji inwestycyjnych są często scentralizowane i zlokalizowane zagranicą. Ponadto dysponują one dużymi portfelami o globalnym zasięgu, które starają się dywersyfikować, również geograficznie. Polski rynek traktują jako jeden z rynków wschodzących, czyli o podwyższonym ryzyku. W przypadku dobrej koniunktury na świecie chętnie angażują się na polskim rynku kapitałowym, inwestując stosunkowo dużo środków, natomiast gdy trend się odwraca, szybko się wycofują. Fundusze te są wrażliwe na wszelkie negatywne informacje odnośnie krajów

czy branż i reagują natychmiastowo. Duże pakiety akcji i niewielka dywersyfikacja w obrębie jednego rynku sprawiają, że działania zagranicznych funduszy inwestycyjnych mogą wyraźnie wpływać na wahania cen aktywów na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych. Przykładem może być wzmocnienie hossy w latach 2006–2008 na GPW – zakupy zagranicznych funduszy inwestycyjnych doprowadziły do znacznego przewartościowania cen akcji. Natomiast następujący po tym okresie kryzys finansowy spowodował gwałtowną redukcję zaangażowania w Polsce. Zważywszy na fakt, że udział inwestorów zagranicznych w obrotach na GPW dochodzi do 50%, ich wpływ na niestabilność rynku nie może zostać pominięty⁴²⁶.

Dodatkowo pakiety akcji, które w realiach GPW są duże, stanowią zwykle niewielką część portfela inwestycyjnego zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Skutkuje to zazwyczaj niewielkim zaangażowaniem w nadzór nad tymi spółkami⁴²⁷.

Znaczną grupę inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym stanowią fundusze typu *private equity*, które nabywają większościowe pakiety akcji spółek, mając orientację kontrolną wobec nich. Ich działalność nie jest przedmiotem prowadzonych rozważań.

3.3.4.4. Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych

W 2006 roku członkowie Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych zobowiązali się do stosowania Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych⁴²⁸, który został oparty na wytycznych OECD, dotyczących relacji z emitentami instrumentów finansowych, z klientami oraz z pozostałymi inwestorami instytucjonalnymi. Dokument ten zawiera także zasady dobrych praktyk w transakcjach niestandardowych.

Rozdział regulujący relacje z emitentami instrumentów finansowych obejmuje zagadnienia związane z wykonywaniem przez inwestorów instytucjonalnych praw związanych z posiadanymi akcjami. Składa się on z następujących części:

- uzgodnienia i działania w związku z WZA – reguluje pełnomocnictwa, instrukcje do głosowania, warunki podejmowania decyzji o uczestnictwie w WZA, wymianę poglądów przed i poza WZA z listą przykładowych spraw objętych tą wymianą opinii, porozumienia przed WZA, prezentacje kandydatów do rad nadzorczych, materiałów WZA oraz rozwiązań prawnych w zakresie wykonywania prawa głosu;

⁴²⁶ Z. Dobosiewicz, op.cit., s. 139–144.

⁴²⁷ Wnioski z badania jakościowego przedstawionego w rozdziale czwartym.

⁴²⁸ IZFiA, *Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych*, <http://www.izfa.pl/pl/15,dokumenty-izby.html#tab-kodeksy>

- działania w trakcie WZA – dotyczy regulaminu i prowadzenia WZA, wyboru i wymogów dla członków rad nadzorczych, niezależności członków rad nadzorczych, własnych zasad głosowania, sposobu głosowania w kwestiach programów motywacyjnych, przejmowania spółek oraz ograniczania odpowiedzialności finansowej członków władz, jawności głosowania, a także wykonywania porozumień *ad hoc* na WZA;
- uzyskiwanie informacji o działalności emitentów i inne relacje z emitentami – określa prawo do informacji o sytuacji emitenta oraz sposób wpływania na jego działalność, a także relacje z członkami rady nadzorczej.

Analizowany kodeks zobowiązuje inwestorów instytucjonalnych do udziału w WZA w przypadku posiadania ponad 5% głosów, a przy mniejszym udziale zachęca, jeżeli „przedmiotem obrad są istotne sprawy spółki, a zaniechanie wykonywania prawa głosu mogłoby zwiększyć ryzyko istotnego zmniejszenia wartości posiadanych akcji”. Rezygnacja z uczestniczenia w WZA jest dopuszczalna w przypadku niewspółmierności ponoszonych kosztów do ewentualnych korzyści.

Kierując się interesem spółki, inwestorzy instytucjonalni mogą porozumiewać się w celu wymiany opinii lub uzgodnienia wspólnego stanowiska przed WZA (z uwzględnieniem przepisów prawa). Przykładowe tematy wymienione w kodeksie to:

- istotne zmiany statutu,
- emisje akcji,
- łączenie/podział spółek,
- standardy ładu korporacyjnego,
- relacje między akcjonariuszami,
- zmiany personalne w zarządzie i radzie nadzorczej,
- wynagrodzenia,
- dywidendy,
- upadłość emitenta.

Szczególna rola inwestorów instytucjonalnych związana jest z funkcją nadzorczą w spółce, która jest bezpośrednio sprawowana przez radę nadzorczą. Stąd zachęta dla inwestorów instytucjonalnych do angażowania się w wybór jej członków, tak aby były to osoby kompetentne, działające w dobrej wierze w interesie spółki i jej wszystkich akcjonariuszy, najlepiej spełniające kryteria niezależności.

Kodeks zobowiązuje również sygnatariuszy do posiadania własnych zasad, sposobu głosowania oraz do ujawniania tego sposobu.

Kontakt (dyskusja lub korespondencja) z zarządem i radą nadzorczą spółek portfelowych jest uznawany za „naturalny i logiczny”. Jego celem jest udzielanie wyjaśnień istotnych kwestiach związanych z funkcjonowaniem tych podmiotów.

W przypadku trudności inwestor instytucjonalny może żądać zwołania nadzwyczajnego WZA.

Rozdział dokumentu, traktujący o relacjach z pozostałymi inwestorami instytucjonalnymi, rekomenduje kierowanie się w nich zasadami lojalności oraz uczciwej konkurencji. Zachęca też do podejmowania wspólnych działań służących rozwojowi rynku finansowego.

Podsumowując, Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych zawiera wytyczne, których rzetelne stosowanie sprawia, że inwestorzy instytucjonalni w Polsce aktywnie korzystają z praw wynikających z posiadanych akcji, a zatem nie powinni być traktowani jako „anonimowi” właściciele. Jest to szczególnie ważne w kontekście ich rosnącego udziału w akcjonariatach spółek notowanych na GPW.

3.3.5. Dotychczasowe badania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku i ich wpływu na wartość spółek giełdowych

Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami notowanymi na GPW, w których posiadają oni akcje, jest przedmiotem badań naukowych. Do tej pory głównie skupiano się na działalności OFE.

Analiza⁴²⁹ opublikowana w 2014 roku, przeprowadzona na podstawie wywiadów z 13 członkami zarządów PTE, dotycząca zaangażowania OFE w Polsce, wskazała, że swoje niezadowolenie z wyników spółki demonstrują najczęściej przez sprzedaż akcji. Najbardziej rozpowszechnioną formą aktywności OFE w ładu korporacyjnym spółek portfelowych oraz najbardziej efektywną kosztowo jest kontakt i dyskusja z zarządem, a w dalszej kolejności z członkami rady nadzorczej. Rozmówcy deklarowali również udział, głosowanie, przedkładanie projektów uchwał oraz krytykę w czasie WZA. Wśród najrzadziej wykorzystywanych form aktywności były natomiast naciski na radę nadzorczą w celu zmiany składu zarządu, a publiczna krytyka zarządu oraz spór sądowy nie były praktykowane.

Raport firmy Ernst & Young z 2010 roku⁴³⁰ sugerował, że niski poziom zaangażowania OFE w obszarze kształtowania ładu korporacyjnego w spółkach był spowodowany m.in. systemem oceniania wyników tych instytucji (wewnętrzny benchmark). Prowadziło to do zachowań stadnych i nie zachęcało zarządzających

⁴²⁹ A. Słomka-Gołębiowska, op.cit., 2014, s. 76–90.

⁴³⁰ A. Kerner, E. Reinhardt, *Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce*, Ernst & Young, Warszawa 2010.

funduszami do angażowania zasobów w nadzór nad spółkami. Reforma systemu emerytalnego, zmieniająca zasady oceny funduszy, przyczyniła się do zmniejszenia tego problemu.

Niewielkie zaangażowanie w działania nadzorcze wśród funduszy inwestycyjnych tłumaczone jest natomiast niskim udziałem tych podmiotów w akcjonariatach spółek giełdowych (w 2010 roku łącznie średnio około 10% przy udziale największego funduszu średnio poniżej 5%), co przejawia się m.in. tym, że łącznie osiągają one udział w akcjonariacie przewyższający udziały największego akcjonariusza jedynie w 15% spółek (w 2010 roku). Na swoje inwestycje wybierają zazwyczaj spółki o silnym ośrodku zarządzania i skoncentrowanej własności – czyli te, które charakteryzują się stabilnością składu zarządu oraz nie podlegają częstym zmianom własnościowym. Nie ustalono natomiast jednoznacznej zależności pomiędzy wynikami finansowymi i stopami zwrotu z akcji a obecnością funduszy inwestycyjnych w akcjonariacie spółek. Jedynie zauważalna była tendencja (w latach 2008–2011) częstszego inwestowania w spółki o wyższym wskaźniku ROE. Obecność funduszy inwestycyjnych w akcjonariacie może być natomiast sygnałem dla innych inwestorów, że spółka cechuje się wysokim poziomem jakości procedur nadzorczych⁴³¹.

Z drugiej strony, badano również związek pomiędzy mechanizmami ładu korporacyjnego a wzrostem wartości spółek w Polsce. Z badań przeprowadzonych przez Marcinkowską⁴³² w latach 2002–2007 wynika, że nie istnieje jednoznaczny związek pomiędzy wyższym całkowitym zwrotem dla właściciela (*Total Shareholder Return*) – stopa zwrotu mierzona w odniesieniu do zwrotu z WIG – a ratingami *corporate governance* przyznawanymi przez Polskie Forum Corporate Governance. Nie istnieje również jednoznaczny związek pomiędzy wspomnianym miernikiem wartości spółek a wysoką jakością raportu rocznego. Pozytywne korelacje pomiędzy wspomnianymi wskaźnikami występowały jedynie w niektórych latach. Wśród przyczyn tych wyników Autorka wymienia wczesny etap rozwoju systemu ładu korporacyjnego w Polsce oraz wysoki udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze akcjonariatów, „którzy niekoniecznie są zainteresowani mechanizmami *corporate governance*, mogąc egzekwować swoje prawa samodzielnie”.

⁴³¹ A. Adamska, P. Urbanek, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa” 2014, vol. 270, nr 2, s. 81–102.

⁴³² M. Marcinkowska, *Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 35–57.

Również badania przeprowadzone przez Gruszczyńskiego⁴³³ w podobnym okresie nie wskazały istotnych korelacji pomiędzy wskaźnikami zyskowności spółek (mogącymi być pośrednimi miernikami ich wartości) a ich ratingiem *corporate governance*. Autor uzasadnia te wyniki m.in. niejednorodnością próby i jej niską liczebnością.

Powyższe badania stanowią nieliczne wyjątki, gdyż w literaturze brakuje dalszych i bardziej szczegółowych analiz empirycznych dotyczących zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami na polskim rynku kapitałowym. Pomijane jest przede wszystkim zagadnienie kreowania wartości spółek przez te podmioty. Uzasadnione wydaje się zatem przeprowadzenie badania empirycznego uzupełniającego tę lukę.

3.4. Podsumowanie

Rola inwestorów instytucjonalnych w Polsce w akcjonariatach spółek oraz w kapitalizacji GPW stopniowo wzrasta. W ramach panującego systemu ładu korporacyjnego stają się oni również aktywnymi wykonawcami praw związanych z nadzorem nad spółkami, w których posiadają akcje. Ta działalność w akcjonariatach spółek ma przyczynić się do realizacji celu działania wszystkich inwestorów instytucjonalnych, czyli do wzrostu wartości podjętych inwestycji, tj. wzrostu wartości spółek.

⁴³³ M. Gruszczyński, *Empiryczne finanse przedsiębiorstw, mikroekonometria finansowa*, Difin, Warszawa 2012, s. 121–128.

4 DZIAŁALNOŚĆ INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH A WARTOŚĆ RYNKOWA SPÓŁEK GIEŁDOWYCH – BADANIE EMPIRYCZNE

4.1. Cel badania empirycznego

Celem badania empirycznego jest określenie, czy wyższy udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych w Polsce współwystępuje z ich wyższą wyceną rynkową. Otrzymane wyniki stanowią inspirację do scharakteryzowania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Polsce, w których posiadają akcje oraz porównanie tej działalności z najlepszymi praktykami podobnych podmiotów zagranicą.

4.2. Metodyka badania empirycznego

4.2.1. Teoria badania empirycznego

W zarządzaniu dąży się do tworzenia spójnych oraz logicznych teorii na podstawie faktów naukowych oraz wybranych paradygmatów. Są one zazwyczaj ograniczonymi społecznie i historycznie uogólnieniami, zrelatywizowanymi kulturowo. Mają też ograniczony (średni) zasięg i tworzone są wedle różnych konwencji. Nie muszą być też przekładalne na modele matematyczne⁴³⁴. W zależności od przyjętego paradygmatu, teoria może być bardziej skupiona na związkach przyczynowo-

⁴³⁴ Ł. Sułkowski, *Epistemologia i metodologia zarządzania*, PWE, Warszawa 2012, s. 95–96.

-skutkowych (podejście pozytywistyczne) lub na wyjaśnianiu schematów i poszukiwaniu związków pomiędzy zjawiskami (podejście alternatywne)⁴³⁵.

Przeprowadzane badanie empiryczne ma na celu weryfikację poniższej teorii, sformułowanej na podstawie przeglądu istniejących teorii zarządzania, systemów oraz dotychczasowych badań naukowych.

Analiza zależności pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariatach spółek w Polsce a ich wyceną rynkową została zainspirowana w głównej mierze przez teorię agencji oraz teorię zarządcy. Sugerują one, że inwestorzy instytucjonalni jako mniejszościowi i profesjonalni akcjonariusze mogą być podmiotami wywierającymi wpływ na spółkę, w której posiadają akcje. Dzieje się to przez systemy ładu korporacyjnego, które tworzą ramy instytucjonalne do sprawowania nadzoru nad spółkami. Dlatego możliwe jest sformułowanie hipotezy mówiącej, że wyższy udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie współwystępuje z wyższą wyceną rynkową spółki. Dotychczasowe empiryczne badania naukowe, przeprowadzane w różnych krajach, nie pozwalają jednoznacznie stwierdzić o jej słuszności. Istnieje wiele czynników, które determinują zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami giełdowymi i efekty ich działalności na tym polu. Weryfikacja empiryczna ilościowa wspomnianej teorii dla Polski stanowi cel niniejszego badania. Ponadto badanie jakościowe podejmuje próbę wyjaśnienia osiągniętych wyników przez analizę i porównanie zachowań inwestorów instytucjonalnych w Polsce i w krajach Europy Zachodniej.

4.2.2. Paradygmat badania

Paradygmat to zespół pojęć i teorii, które są akceptowane powszechnie przez specjalistów z danej dziedziny naukowej. Paradygmaty są historycznie zmienne i zapewniają postęp⁴³⁶.

W klasycznym podejściu w naukach o zarządzaniu zastosowano paradygmaty dominujące w naukach społecznych, zaproponowane przez G. Burrella i G. Morgana⁴³⁷. Dwa wyróżniające je kryteria to: orientacja społeczna (regulacja lub zmiana) oraz założenia dotyczące poznania (obiektywizm lub subiektywizm). Na tej

⁴³⁵ K. Charmaz, *Constructing Grounded Theory, A practical guide through qualitative analysis*, Sage Publications, Londyn 2006, s. 125–126.

⁴³⁶ Ł. Sułkowski, *op.cit.*, s. 104.

⁴³⁷ G. Burrell, G. Morgan, *Sociological Paradigms and Organizational Analysis*, Heinemann, Londyn 1979.

podstawie M. Hatch⁴³⁸ rozróżnił cztery paradygmaty charakterystyczne dla nauk o zarządzaniu, które wywodzą się z nauk społecznych:

- klasyczny,
- modernistyczny,
- interpretatywno-symboliczny,
- postmodernistyczny.

Charakterystyka tych paradygmatów została przedstawiona w tabeli 11.

Tabela 11. Perspektywy poznawcze w teorii organizacji według Hacha

Perspektywa	Przedmiot	Metoda	Rezultat
Klasyczna	Oddziaływanie organizacji na społeczeństwo, zarządzanie organizacją	Obserwacja i analiza historyczna, osobista refleksja nad doświadczeniem	Typologie i schematy teoretyczne, przepisy dla praktyki zarządzania
Modernistyczna	Organizacja widziana przez pryzmat „obiektywnych” pomiarów	Metody opisowe, korelacja metod zestandaryzowanych	Badania porównawcze, analizy statystyczne o wielu zmiennych
Symboliczno-interpretująca	Organizacja widziana przez pryzmat „subiektywnych” oglądów	Obserwacja uczestnicząca, wywiady etnograficzne	Teksty narracyjne oraz opisy przypadków i etnografia organizacji
Postmodernistyczna	Teoria organizacji i praktyki teoretyzowania	Dekonstrukcja, krytyka praktyk prowadzenia badań teoretycznych	Refleksyjność i ujęcia refleksyjne

Źródło: M. Hatch, *Teoria organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 63.

Klasyfikacja zaproponowana przez M. Hacha nie uwzględnia nurtu krytycznego, który zawiera typologia zaproponowana przez P. Johnson i J. Duberly⁴³⁹ (przedstawiona na rysunku 9) – wywodzi się ona z filozofii i łączy w sobie podejście epistemologiczne i ontologiczne⁴⁴⁰.

Obiektywizm w obu wymiarach charakteryzuje tu stanowisko pozytywistyczne i neopoztywistyczne, będące odpowiednikiem perspektywy klasycznej i modernistycznej u M. Hacha. Konwencjonalizm oraz postmodernizm łączą w sobie subiektywistyczną epistemologię i ontologię. Natomiast nurt krytyczny i pragmatyczny polega na zaangażowanym poznawaniu i opisywaniu istniejącej rzeczywistości, czyli łączą obiektywistyczną ontologię i subiektywistyczną epistemologię⁴⁴¹.

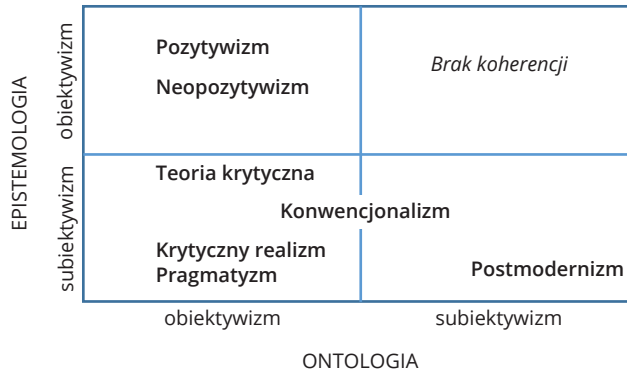
⁴³⁸ M. Hatch, *Teoria organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 63.

⁴³⁹ P. Johnson, J. Duberly, *Understanding Management Research*, Sage, Londyn 2005, s. 180–191.

⁴⁴⁰ Epistemologia to teoria lub metodologia nauki uprawiana w świetle filozoficznej teorii poznania, natomiast ontologia to nauka o bycie jako takim.

⁴⁴¹ Ł. Sułkowski, op.cit., s. 110.

Rysunek 9. Typy refleksji w badaniach w zarządzaniu



Źródło: P. Johnson, J. Duberly, *Understanding Management Research*, Sage, Londyn 2005, s. 180.

W kontekście przedstawionych paradygmatów przeprowadzone w dalszej części rozdziału badanie empiryczne nie jest jednorodne.

Z jednej strony wykorzystany został paradygmat pozytywistyczny (inaczej klasyczno-modernistyczny) w badaniu ilościowym. Założenia tego badania oparte są bowiem na teorii stworzonej na podstawie przeglądu dotychczasowych badań naukowych w analizowanym obszarze. Zagadnienie zostało sformułowane w formie modelu ekonometrycznego, a następnie wykonano jego estymację i interpretację.

Z drugiej strony, badanie jakościowe jest wpisane w nurt symboliczno-interpretujący, a w szczegółowym ujęciu P. Johnsona i J. Duberly, w typ krytycznego realizmu, czyli subiektywny opis obiektywnie postrzeganej rzeczywistości. Krytyczni realiści kwestionują racjonalność pozytywistycznej epistemologii, ale zgadzają się, że istnieje niezależny od ludzkiej świadomości świat zewnętrznych wydarzeń, który można obserwować. Praca badacza, według tego paradygmatu, polega na analizie mechanizmów, procesów i struktur obserwowanych zjawisk i wychodzi poza stwierdzenia o prawidłowościach⁴⁴².

Jako paradygmat alternatywny, nurt krytyczny posiada elementy relatywizmu kulturowego oraz interpretatywnej i procesualnej wizji organizowania, podkreśla kluczową rolę procesów komunikacji i dystrybucji władzy oraz preferuje stosowanie metod jakościowych⁴⁴³. Nurt krytyczny w zarządzaniu ma na celu demaskowanie i kwestionowanie pozornie obiektywnego i naturalnego statusu (np. porządku

⁴⁴² N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, *Metody badań jakościowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, t. 1, Warszawa 2014, s. 37.

⁴⁴³ Ł. Sułkowski, op.cit., s. 163.

organizacyjnego, instytucji, praktyk)⁴⁴⁴. Prowadzi do odkrywania interesów różnych grup, krytyki i zmiany istniejącego porządku (np. dyskryminacji mniejszości)⁴⁴⁵.

Prowadzone rozważania dotyczące działalności inwestorów instytucjonalnych w kontekście systemów ładu korporacyjnego, przeprowadzane jakościową metodą *case study*, wydają się naturalnie kwalifikować w nurt krytycznego realizmu.

4.2.3. Zastosowane metody badawcze

4.2.3.1. Wprowadzenie

Badanie empiryczne nie jest jednolite pod względem metody. Wykorzystana została triangulacja, czyli zastosowanie wielu perspektyw (metod badawczych) w celu wyjaśnienia i zweryfikowania powtarzalności jakiejś obserwacji lub interpretacji⁴⁴⁶.

Część ilościową przeprowadzono z wykorzystaniem metod ekonometrycznych. Na podstawie przeglądu literatury i podobnych badań ustalono zmienne modelu oraz zebrano odpowiednie dane dla polskiego rynku kapitałowego. Następnie wybrano sposób estymacji modelu, wykonano jego oszacowanie i zinterpretowano. Szczegóły metodyczne przeprowadzonego badania zostały opisane w kolejnym podrozdziale (4.3), który zawiera raport. Otrzymane wyniki stanowiły inspirację do dogłębnego zbadania zagadnienia w badaniu jakościowym (rysunek 10).

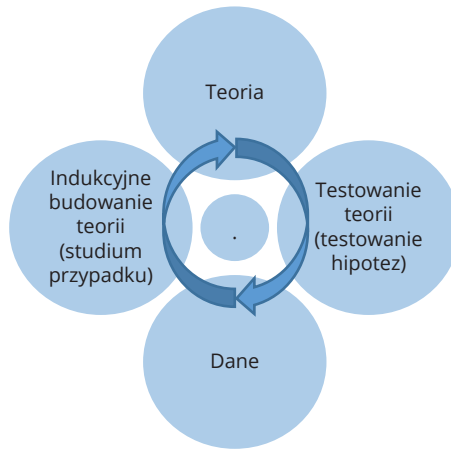
Część jakościowa to badanie wykonane metodą *case study* (studium przypadku), z wykorzystaniem wywiadów pogłębionych z ekspertami oraz analiz dokumentów i prasy. Rola studium przypadku w całym badaniu została przedstawiona na rysunku 10. Przed przeprowadzeniem badania metodą *case study*, w procesie jego projektowania, powinna zostać sformułowana wstępna teoria, która następnie jest weryfikowana w indukcyjnym procesie analizy przypadku⁴⁴⁷. W przeprowadzonym badaniu podstawę stanowi sformułowana teoria, następnie jej testowanie odbywa się w sposób ilościowy (ekonometryczny). W kolejnym kroku zebrane dane jakościowe analizowane są w procesie tworzenia *case study* i przyczyniają się w sposób indukcyjny do przeformułowania i zweryfikowania zaproponowanej wcześniej teorii.

⁴⁴⁴ M. Alvesson, H. Willmott, *Studying Management Critically*, Sage, Londyn 2003.

⁴⁴⁵ Ł. Sułkowski, op.cit., s. 164.

⁴⁴⁶ N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, op.cit., s. 639–640.

⁴⁴⁷ R. Yin, *Case study research: Design and methods*, Sage, Thousand Oaks 2009, s. 35.

Rysunek 10. Miejsce *case study* w procesie formułowania teorii naukowych

Źródło: R. Piekari, C. Welch, *Positivist and alternative approaches to case studies and the quality of case research*, EDEN Doctoral seminar in Case Studies in Business and Management Research, Helsinki 2015, 1st part, s. 4.

W rzeczywistości formułowanie wniosków z badania (teorii) powstaje w procesie rozumowania abdukcyjnego, które polega na ciągłej modyfikacji tworzonych i testowanych wyjaśnień badanych zjawisk. Zbierane dane oraz zdobywana wiedza teoretyczna w sposób ciągły wpływają na ostateczny kształt wyników przeprowadzanego badania⁴⁴⁸.

4.2.3.2. Charakterystyka *case study* jako metody badawczej

Metoda badawcza *case study* umożliwia opisanie zjawiska występującego w określonym kontekście. W ograniczony sposób możliwa jest również generalizacja tych obserwacji. Stworzenie *case study* ma na celu konfrontację teorii z praktyką⁴⁴⁹. Często powiązanie pomiędzy zjawiskiem a kontekstem nie jest łatwo zauważalne⁴⁵⁰. Wykonanie badania metodą studium przypadku pozwala odpowiedzieć badaczowi na pytania „dlaczego?” oraz „jak?”⁴⁵¹. Ponadto powinna być stosowana, jeśli badacz planuje:

⁴⁴⁸ A. Dubois, L. Gadde, *Systematic Combining: An Abductive Approach to Case Research*, „Journal of Business Research” 2002, vol. 55, no. 7, s. 553–560.

⁴⁴⁹ R. Piekari, C. Welch, E. Paavilainen, *The Case Study as Disciplinary Convention Evidence From International Business Journals*, „Organizational Research Methods” 2009.

⁴⁵⁰ R. Yin, op.cit., 2014, s. 16.

⁴⁵¹ M. Alvesson, J. Sandberg, *Generating research questions through problematization*, „Academy of Management Review” 2011, vol. 36, no. 2, s. 247–271.

- sformułować lub przetestować teorię,
- odkryć alternatywne przyczyny danego zjawiska,
- przedstawić zjawisko w określonym kontekście lub jako część danego procesu,
- przeanalizować sposoby postrzegania rzeczywistości przez rozmówców⁴⁵².

Zaletą tej metody jest optymalizacja możliwości zrozumienia danego zjawiska przez udzielanie odpowiedzi na pytania badawcze oraz wiarygodność, jaką daje triangulacja opisów i interpretacji w procesie realizacji badania. Badacze koncentrują się na wiedzy eksperckiej dotyczącej badanego zjawiska oraz wpływie kontekstu na jego kształt⁴⁵³. *Case study* stanowi celowo dobrane, symulacyjne badanie zgodności teorii i rzeczywistości. Nowe przypadki, które niewiele wnoszą do zrozumienia opisywanej zależności, nie powinny być dodawane⁴⁵⁴.

Wybrane do analizy przypadki powinny być szczególne i unikatowe, o określonych granicach. Może być to pojedynczy przypadek, określone zjawisko lub grupa przypadków. Badanie szczególnego przypadku ma sens tylko wtedy, gdy służy zrozumieniu ogólniejszych kwestii. Studium przypadku może być przeprowadzone ze względu na zainteresowanie przypadkiem samym w sobie (autoteliczne studium przypadku) lub wtedy, gdy konkretny przypadek ma służyć zgłębieniu wiedzy o szerszym zjawisku lub sformułowaniu bardziej ogólnych wniosków (instrumentalne studium przypadku). Instrumentalne studium przypadku, które obejmuje kilka przypadków, to zbiorowe studium przypadku⁴⁵⁵.

Każde studium przypadku zbudowane jest wokół problemów i pytań badawczych. Problemy badawcze to relacje skomplikowane, złożone i osadzone w określonym kontekście. Uporządkowanie i interpretacja zgromadzonego materiału pozwalają badaczowi na postawienie tez i twierdzeń dotyczących badanego problemu. Pytania badawcze pozwalają natomiast na lepsze zrozumienie analizowanego przypadku⁴⁵⁶.

W metodzie *case study* ważne jest uwzględnienie kontekstów, które pozwalają na zrozumienie relacji wewnątrz analizowanego przypadku. Analiza powinna zawierać kompleksowość kontekstu społecznego, ekonomicznego, politycznego, historycznego, kulturalnego itd. Powiązanie kontekstowe uznawane jest często za właściwsze niż poszukiwanie związków przyczynowo-skutkowych⁴⁵⁷.

⁴⁵² R. Piekkari, C. Welch, *Positivist and alternative approaches to case studies and the quality of case research*, EDEN Doctoral seminar in Case Studies in Business and Management Research, Helsinki 2015, 2nd part, s. 6.

⁴⁵³ N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, op.cit., s. 623–624.

⁴⁵⁴ I. Woźniak, *Realizm krytyczny jako paradygmat w naukach o zarządzaniu*, „Zeszyty Naukowe Ostrołęckiego Towarzystwa Naukowego” 2015, nr 29, s. 286–300.

⁴⁵⁵ N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, op.cit., s. 625–628.

⁴⁵⁶ Ibidem, s. 631–632.

⁴⁵⁷ Ibidem, s. 632–633.

W procesie wyboru próby badawczej przypadków dla zbiorowego studium przypadku konieczne jest uwzględnienie ich reprezentatywności. Ze względu na zwykle małą liczebność próby stosuje się dobór celowy, który zapewnia z jednej strony różnorodność, a z drugiej możliwość prowadzenia intensywnych badań (możliwość ich studiowania, zgłębiania oraz poznawania)⁴⁵⁸. W przeciwieństwie do losowego wyboru próby dobór celowy skupia przypadki, które pozwalają na trafniejsze sformułowanie i bardziej kompleksowe opisanie powstającej teorii⁴⁵⁹.

Sposób zbierania danych do studium przypadku jest interaktywny i wymaga gromadzenia nie tylko typowych informacji, ale również pozyskiwania tych nietypowych. Dlatego ważne jest, aby plan badania był elastyczny i badacz mógł go zmieniać w zależności od wyników i postępów prowadzonego badania. Poza opisem działania wybranego przypadku konieczne jest uwzględnienie kontekstów, nawet jeśli nie ma dowodu na ich realny wpływ na opisywane zjawiska⁴⁶⁰. Bogactwo danych powinno umożliwiać ich triangulację – „wszystkie opisywane fakty powinny znajdować potwierdzenie w więcej niż jednym źródle”⁴⁶¹. Zebrane dane (np. z pogłębionych wywiadów) mogą zostać poddane procesowi kategoryzacji (np. na podstawie literatury), tak aby łatwiejsze stało się sformułowanie wniosków, jednakże badacz nie może skupić się jedynie na tym procesie i zaniedbać analizy kontekstów oraz wszelkich cech indywidualnych przypadku. Istotne jest również uwzględnienie cech rozmówcy, jego wewnętrznych motywacji i subiektywnego postrzegania rzeczywistości⁴⁶². Kategorie mogą być zatem używane, ale badacz musi cechować się postawą krytyczną – stale je kwestionować oraz reformułowywać⁴⁶³. Może też zastosować metodę narracyjną, czyli zidentyfikowanie kluczowych związków pomiędzy danymi i przedstawienie ich w sekwencji⁴⁶⁴. Kluczowy jest natomiast umiar w formułowaniu wniosków przyczynowo-skutkowych. Chęć pokazania pewnych prawidłowości nie powinna zniechęcać do opisywania wyjątków.

⁴⁵⁸ N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, op.cit., s. 635.

⁴⁵⁹ K. Eisenhardt, M. Graebner, *Theory building from cases, opportunities and challenges*, „Academy of Management Journal” 2007, vol. 50, no. 1, s. 25–32.

⁴⁶⁰ N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, op.cit., s. 637–639.

⁴⁶¹ R. Yin, op.cit., 2014, s. 121.

⁴⁶² M. Alvesson, Y. Gabriel, *Beyond formulaic research: In praise of greater diversity in organizational research and publications*, „Academy of Management Learning and Education” 2013, vol. 12, no. 2, s. 245–263.

⁴⁶³ N. Emmel, *Sampling and Choosing Cases in Qualitative Research, A Realist Approach*, SAGE Publications, 2013, s. 129.

⁴⁶⁴ J. Maxwell, *A Realist Approach for Qualitative Research*, Sage, Thousand Oaks, 2012, s. 111–118.

Generalizacja w badaniach prowadzonych metodą *case study* nie zawsze jest możliwa ze względu na brak losowego doboru próby. Analiza przypadków powinna dążyć natomiast do ukazania empirycznego potwierdzenia teoretycznych koncepcji⁴⁶⁵.

Studium przypadku może być wykorzystywane w procesie porównywania, jednak nie może stanowić jedynej istoty takiego badania, gdyż nieświadomie mogą zostać pominięte wtedy cechy przypadków, których nie można łatwo porównać. Wnioski muszą być wówczas traktowane jako mniej wiarygodne niż te, pochodzące z analizy poszczególnych przypadków⁴⁶⁶.

W procesie opracowywania wyników badania badacz musi zwrócić uwagę na aspekty etyczne – ochronę uczestników badania i ich prywatności oraz rzetelność w przekazywaniu informacji zarówno o prawidłowościach, jak i nieprawidłowościach, które wykrył⁴⁶⁷.

Metoda badawcza *case study* może być osadzona w różnych paradygmatach. Charakterystyka badania metodą *case study* w paradygmacie krytycznego realizmu na tle pozostałych paradygmatów została przedstawiona w tabeli 12.

Tabela 12. Użycie analizy przypadków w różnych podejściach metodologicznych (paradygmatach)

Kryterium	Modernistyczny	Interpretatywny	Realistyczny
Najszerzej wykorzystywane źródła danych	Dane zastane, krótkie obserwacje, wywiady strukturyzowane	Pobyty etnograficzne	Wywiady swobodne pogłębione
Metody weryfikacji jakości danych	Zewnętrzna weryfikacja prawdziwości informacji	Spójność wewnętrzna, niekiedy triangulacja	Triangulacja
Stosunek do osób badanych	Dostarczyciele informacji	Naturalni teoretycy i dobrzy informatorzy	Dobrzy informatorzy, których informacje wymagają triangulacji
Liczba przypadków wystarczających do sformułowania teorii	Nieistotna – niezwyfikowana teoria jest jedynie pomysłem	Jeden	Nieokreślona
Liczba przypadków niezbędna do weryfikowania teorii	Statystycznie istotna	Jeden	Cztery do dziesięć
Kryterium doboru przypadku do analizy	Kryteria statystyczne	Ciekawość poznawcza	Nasylenie próby przypadkami kontrastującymi

⁴⁶⁵ R. Yin, op.cit., 2014, s. 40.

⁴⁶⁶ N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, op.cit., s. 646–647.

⁴⁶⁷ Ibidem, s. 648.

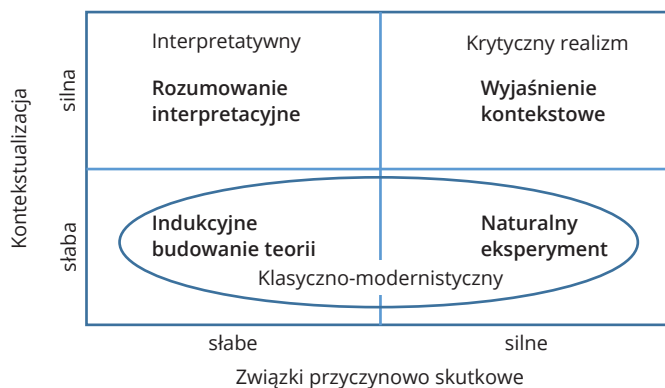
cd. tabeli 12

Kryterium	Modernistyczny	Interpretatywny	Realistyczny
Stosunek badacza do rzeczywistości przed badaniem	Przygotowujący hipotezy do testowania	„Biała karta”	Poszukiwanie wyjaśnienia interesującego zjawiska
Rezultat analizy przypadku	Obalenie teorii lub przesłanka do dalszych badań ilościowych	Monografia	Teoria bądź generalizacja
Kryteria oceny jakości pracy naukowej	Teoretyczna doniosłość badań względem zastanych teorii, poprawność metodyczna	Spójność i dostarczanie nowego, dojmującego wglądu czytelnikowi	Doniosłość teoretyczna wyników poprawnie przeprowadzonego i pomysłowego badania
Metodyczne reguły nakładane na postępowanie badacza jako osoby	Neutralność poznawcza, stosowanie uznanych metodyk badawczych	Sympatyzowanie z osobami badanymi i budowanie emocjonalnych głębokich relacji	Postępowanie ograniczające nieświadomy wpływ osoby badacza na zjawiska

Źródło: J. Woźniak, *Realizm krytyczny jako paradygmat w naukach o zarządzaniu*, „Zeszyty Naukowe Ostrołęckiego Towarzystwa Naukowego” 2015, nr 29, s. 296–297.

W zależności od wybranego paradygmatu proces teoretyzowania na podstawie *case study* podlega różnym regułom (rysunek 11).

Rysunek 11. Metody teoretyzowania na podstawie *case study*



Źródło: C. Welch, R. Piekari, E. Plakoyiannaki, E. Paavilainen-Mantymaki, *Theorising from case studies: towards a pluralist future for international business research*, „Journal of International Business Studies” 2011, vol. 42, no. 5, s. 740–762.

W paradygmacie krytycznego realizmu teoretyzowanie (wyjaśnienie kontekstowe) łączy w sobie kontekstualizację oraz poszukiwanie związków przyczynowo-skutkowych. Jednak ta przyczynowość jest traktowana całościowo jako kompleksowy

i dynamiczny zestaw interakcji zjawisk. Zwraca się uwagę na mechanizmy rządzące danym zjawiskiem, a nie konkretne przyczyny i skutki pojedynczego zjawiska. Unika się też jednoznacznych generalizacji na rzecz bardziej zindywidualizowanych wyjaśnień. Kluczowe pytanie brzmi: „dlaczego?”⁴⁶⁸.

4.2.3.3. Zastosowanie *case study* w przeprowadzonym badaniu empirycznym

Przeprowadzone badanie *case study* osadzone jest w paradygmacie krytycznego realizmu, gdyż opiera się na kilku teoretycznie kontrastujących przypadkach, sformułowanych na bazie przeprowadzonych pogłębionych wywiadów z ekspertami, które podlegają triangulacji. Osoba badacza jest natomiast zewnętrzna w odniesieniu do badanego zjawiska. W procesie teoretyzowania wykorzystany został kontekst (system ładu korporacyjnego), nastąpiła też próba wyjaśnienia i zrozumienia mechanizmów rządzących badanymi zjawiskami.

Głównym celem przeprowadzonego badania jest sformułowanie i zweryfikowanie teorii o sposobie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, w których akcje posiadają, w kontekście systemów ładu korporacyjnego. W przypadku Polski dodatkowo możliwa jest jakościowa weryfikacja przy pomocy *case study* interpretacji wyników modelu ekonometrycznego, będącego rezultatem badania ilościowego. Na schemacie 1 przedstawiony został ten proces.

W przeprowadzonym badaniu *case study*, w ujęciu ogólnym, występują dwa przypadki – przypadek rynku Europy Zachodniej oraz przypadek rynku polskiego.

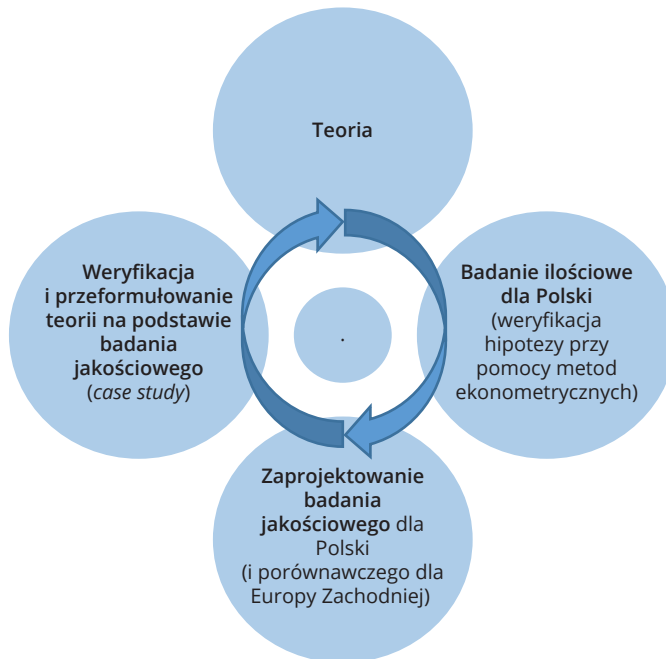
Dla Europy Zachodniej przeprowadzono analizę na podstawie czterech wywiadów pogłębionych oraz analizy prasy i dokumentów (triangulacja). Rozmówcy w wywiadach pogłębionych zostali tak dobrani, aby ich wiedza ekspercka i doświadczenie obejmowały jak najszersze spektrum działalności inwestorów instytucjonalnych (przedstawiciele funduszy zarządzanych aktywnie i pasywnie, funduszu-aktywisty oraz związku inwestorów instytucjonalnych) oraz wpisywały się w różnorodne systemy ładu korporacyjnego (po dwóch rozmówców z systemu anglosaskiego oraz kontynentalnego niemieckiego).

W przypadku rynku polskiego przeprowadzono wywiady pogłębione z ośmioma przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych, którzy reprezentują podmioty o zróżnicowanej charakterystyce (typ funduszu, jego wielkość i typ właściciela).

⁴⁶⁸ C. Welch, R. Piekari, E. Plakoyiannaki, E. Paavilainen-Mantymaki, *Theorising from case studies: towards a pluralist future for international business research*, „Journal of International Business Studies” 2011, vol. 42, no. 5, s. 740–762.

Zidentyfikowane zostały cztery typowe grupy inwestorów instytucjonalnych: fundusze duże z zagranicznym właścicielem, fundusze duże z polskim właścicielem oraz fundusze małe z zagranicznym właścicielem i fundusze małe z polskim właścicielem. Dla każdej z grup przeprowadzono pogłębiony wywiad z przedstawicielami dwóch podmiotów, aby zapewnić triangulację. Reprezentują oni zarówno fundusze emerytalne OFE (5), jak i inwestycyjne TFI (3). Ze względu na przewagę funduszy zarządzanych aktywnie oraz brak funduszy aktywistów, w badaniu prowadzonym dla Polski ujęto w zasadzie jedynie podmioty zarządzane aktywnie.

Schemat 1. Schemat przeprowadzonego badania empirycznego

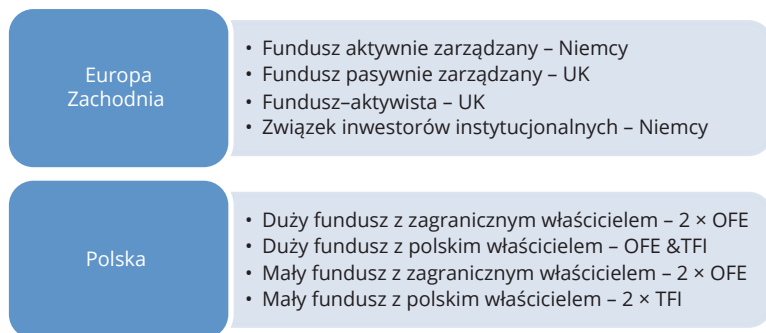


Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowo każdy z tych dwóch przypadków (Europy Zachodniej i Polski) ze względu na różnorodność może być potraktowany jako osobne badanie *case study*, zawierające cztery lub osiem unikalnych przypadków z danego rynku. Można je zatem uznać za *embedded case study*⁴⁶⁹, czyli badanie zawierające dwa poziomy analizy przypadków. Schemat badania został przedstawiony poniżej (schemat 2).

⁴⁶⁹ Klasyfikacja zaproponowana przez R. Yin wyróżnia *embedded case study* i *holistic case study*; R. Yin, op.cit., 2014, s. 53–54.

Schemat 2. Schemat doboru próby badania *case study*



Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzone badanie na podstawie paradygmatu krytycznego realizmu ma charakter zbiorowego studium przypadku (instrumentalnego), gdzie pogłębione wywiady z reprezentatywnymi przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych mają ułatwić zrozumienie szerszych zjawisk i sformułowanie teorii o sposobach ich zaangażowania w nadzór nad spółkami.

4.3. Obecność inwestorów instytucjonalnych a wartość rynkowa spółek giełdowych w Polsce – badanie ilościowe

4.3.1. Szczegółowy cel badania ilościowego i hipoteza badawcza

Ze względu na nietypową charakterystykę polskiego rynku kapitałowego (opisaną poniżej) warto sprawdzić empirycznie rolę inwestorów instytucjonalnych w kreowaniu wartości rynkowej polskich spółek giełdowych. Wyniki badań prowadzonych globalnie w krajach wysokorozwiniętych lub w krajach *emerging markets* przedstawione w rozdziale 2, niekoniecznie będą odzwierciedleniem sytuacji w Polsce.

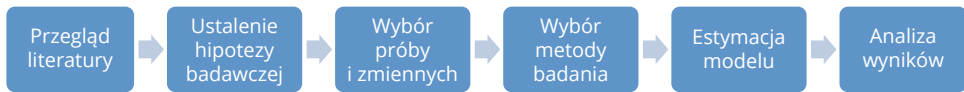
Po 1989 roku nastąpiła transformacja ustrojowa, w ramach której stopniowo były tworzone ramy prawne ładu korporacyjnego. Jego upowszechnienie i stosowanie nadal stanowią wyzwanie dla spółek. Jednocześnie Polska należy do krajów gospodarek wschodzących (*emerging markets*). Inwestorzy zagraniczni (głównie finansowi) liczą na ponadprzeciętne stopy zwrotu w czasach dobrej koniunktury gospodarczej i chętnie inwestują. Z drugiej strony szybko wycofują swoje aktywa,

gdy pojawiają się zagrożenia w gospodarce światowej. Zwykle prowadzi to do dużej zmienności cen na rynku kapitałowym. W Polsce ta zmienność stabilizowana jest przez działalność otwartych funduszy emerytalnych, które mają obowiązek inwestowania w akcje spółek notowanych na GPW. Ponadto przyczyniają się one do stabilnego popytu na walory emisji pierwotnych (IPO), dzięki czemu wiele przedsiębiorstw decyduje się na debiut giełdowy.

Złożoność czynników kształtujących rynek kapitałowy w Polsce oraz trudność w dostępie do danych o strukturze własności, szczególnie akcjonariatu mniejszościowego, oraz o wycenach spółek, sprawia, że przetestowanie zależności obecności inwestorów instytucjonalnych i wartości rynkowej przedsiębiorstwa stanowi interesujące pole badań.

Ilościowe badanie empiryczne zostało wykonane według schematu przedstawionego poniżej (schemat 3). Przegląd literatury i teorii związanych z ładem korporacyjnym i działalnością inwestorów instytucjonalnych stanowił inspirację dla ustalenia celu i hipotezy badawczej. Następnie wybrana została próba, zmienne do modelu i metoda badania (model panelowy z efektami ustalonymi). Ostatecznie model ekonometryczny został oszacowany i przeprowadzona została analiza otrzymanych wyników.

Schemat 3. Schemat prowadzenia badania ilościowego



Źródło: opracowanie własne.

Celem badania jest określenie związku pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółki a jej wartością rynkową na polskim rynku kapitałowym.

Przyjęta hipoteza badawcza brzmi:

Wyższy udział obecności inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółki giełdowej współwystępuje z jej wyższą wyceną rynkową.

4.3.2. Próba badawcza i wybór zmiennych

Próbie badawczą stanowi 108 spółek notowanych nieprzerwanie na GPW w Warszawie w latach 2005–2014. Ma to zapewnić spójność i kompletność analizy. Wybór takiego szeregu czasowego był podyktowany chęcią zawarcia zarówno

okresu przed kryzysem z 2008 roku, jak i lat kryzysowych. W analizie uwzględniono dane roczne. Ze względu na odmienną charakterystykę wskaźników finansowych, z próby wykluczono spółki z branży finansowej⁴⁷⁰, w sumie 15 spółek. Podsumowując, uwzględniono dane dla 93 spółek w 10 okresach. Dane zostały pobrane z bazy S&P, która zapewnia ich spójność i porównywalność. Dokonano natomiast usunięcia obserwacji skrajnych, czyli przypadków, w których według bazy danych S&P:

- zwrot z kapitałów własnych wynosił poniżej -100% oraz powyżej 100% ,
- obecność inwestorów instytucjonalnych wykazywano powyżej 100% ,
- poziom zadłużenia (*Debt to Equity*) wynosił poniżej -1 ,
- kapitał własny był ujemny.

Na podstawie przeglądu literatury i dotychczasowych badań⁴⁷¹ dotyczących związku pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a wartością spółki giełdowej zostały wybrane następujące zmienne do modelu:

Wartość spółki:

- cena do wartości księgowej – *Price to Book Value* („PriceToBook”) – zmienna objaśniana, będąca miarą wyceny rynkowej spółki w odniesieniu do wartości księgowej jej kapitałów własnych.

Sytuacja finansowa i rynkowa:

- zwrot z kapitałów własnych – *Return on Equity* („ROE”) – zmienna objaśniająca, która odzwierciedla zyskowność spółki i teoretycznie znacząco wpływa na postrzeganie jej potencjału przez inwestorów⁴⁷², liczony jako iloraz zysku netto w danym roku i przeciętnego poziomu kapitału własnego [w %];
- *beta* („Beta”) – zmienna objaśniająca, będąca miarą zmienności cen danych papierów wartościowych w odniesieniu do indeksu giełdowego⁴⁷³, w modelu obliczana dla jednego wpływającego roku.

⁴⁷⁰ Podobnie czyniono np. w badaniach: B. Al-Najjar, *Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan*, „Corporate Governance” 2010, Bradford, vol. 10, no. 2, s. 176–190; G. Vintila, S. Gherghina, *Does Ownership Structure Influence Firm Value? An Empirical Research towards the Bucharest Stock Exchange Listed Companies*, „International Journal of Economics and Financial Issues” 2015, vol. 5, no. 2, s. 501–514.

⁴⁷¹ Dobór zmiennych na podstawie modeli zaprezentowanych m.in. w badaniach: T. Nashier, A. Gupta, *The effect of Institutional Ownership on Firm Performance*, „IUP Journal of Corporate Governance”, July 2016, Hyderabad, vol. 15, no. 3, s. 36–56; S. Thomsen, T. Pedersen, *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal”, June 2000, vol. 21, no. 6, s. 689–705.

⁴⁷² A. Damodaran, *Price-Book-Value Ratio*, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/pbv.pdf>

⁴⁷³ Ibidem.

Zmienne kontrolne:

- poziom zadłużenia – *Debt to Equity* („DebtToEquity”) – zmienna objaśniająca, mogąca mieć wpływ na poziom konfliktu agencji⁴⁷⁴, a także stanowiąca charakterystykę branży, zwykle uwzględniana w dotychczasowych badaniach⁴⁷⁵, liczona jako iloraz całkowitego zadłużenia i wartości kapitału własnego;
- suma aktywów – *Total Assets* („Totalassetslog”) – zmienna objaśniająca, będąca miarą wielkości spółki, uwzględniana w dotychczasowych badaniach, ze względu na dużą rozpiętość wartości została zlogarytmowana; wielkość spółki determinuje poziom konfliktu agencji i sposobu zarządzania nią. Spółki mniejsze mają wyższy potencjał wzrostu i mogą być sprawniej zarządzane⁴⁷⁶.

Dane dotyczące struktury własności:

- udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie („Insti_27”) – zmienna objaśniająca, przyjmująca wartość 0 dla spółek, w których obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie wynosi poniżej 27%, i 1 dla spółek, gdzie ta obecność wynosi powyżej 27%; dodatkowo, wysoki poziom udziału mniejszościowych inwestorów instytucjonalnych (portfelowych) sugeruje rozdrobnienie akcjonariatu. Próg 27% został wybrany w oparciu o dotychczasowe badania⁴⁷⁷ oraz na podstawie kryterium informacyjnego Akaike’a.

W przeprowadzonym badaniu obecność inwestorów instytucjonalnych została ujęta jako ich procentowy udział w akcjonariacie danej spółki. Tabela 13 zawiera ich szczegółową klasyfikację⁴⁷⁸.

W przytaczanych wcześniej badaniach wykorzystywane są również zmienne kontrolne dla branż, jednak zakłada się, że eliminacja branży finansowej oraz wykorzystanie modelu opartego na danych panelowych z elementami indywidualnymi (więcej informacji w kolejnym podrozdziale) umożliwiają przeprowadzenie estymacji bez takiej zmiennej.

⁴⁷⁴ M. Jensen, *Eclipse of the public corporation*, „Harvard Business Review” 1989, vol. 67, no. 5, s. 61–75.

⁴⁷⁵ Przykładowo w badaniach: T. Nashier, A. Gupta, *The effect of Institutional Ownership on Firm Performance*, „IUP Journal of Corporate Governance”, July 2016, Hyderabad, vol. 15, no. 3, s. 36–56; S. Thomsen, T. Pedersen, *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal”, June 2000, vol. 21, no. 6, s. 689–705.

⁴⁷⁶ T. Nashier, A. Gupta, *The effect of Institutional Ownership on Firm Performance*, „IUP Journal of Corporate Governance”, July 2016, Hyderabad, vol. 15, no. 3, s. 36–56.

⁴⁷⁷ We wspomnianych badaniach udowodniono, że wysoki sumaryczny udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie (powyżej 32% we Francji i powyżej 48% w Rumunii) współwystępuje z niższą wyceną rynkową mierzoną wskaźnikiem Q Tobina: J.M. Sahut, H.O. Gharbi, *Institutional Investors’ Typology and Firm Performance: The Case of French Firms*, „International Journal of Business” 2010, s. 33–50; G. Vintila, S. Gherghina, *Does Ownership Structure Influence Firm Value? An Empirical Research towards the Bucharest Stock Exchange Listed Companies*, „International Journal of Economics and Financial Issues” 2015, vol. 5, no. 2, s. 501–514.

⁴⁷⁸ Baza danych S&P.

Tabela 13. Podział inwestorów instytucjonalnych uwzględnionych w badaniu

Zarządzający aktywami	Zarządzający portfelami akcji oraz obligacji na zlecenie inwestorów m.in. przez fundusze inwestycyjne (otwarte i zamknięte)
Fundusze hedgingowe	Fundusze wysokiego ryzyka posiadające pakiet do 5%
Fundusze Private Equity/Venture Capital	Fundusze PE/VC posiadające pakiet do 5%
Państwowe Fundusze Majątkowe	Fundusze inwestycyjne finansowane przez rządy i dedykowane inwestycjom zagranicznym posiadające pakiet do 5%
Fundusze emerytalne	Fundusze emerytalne samodzielnie zarządzające posiadanymi aktywami
Fundacje	Fundacje samodzielnie zarządzające posiadanymi aktywami
Firmy ubezpieczeniowe	Ubezpieczyciele posiadający papiery wartościowe na własnym rachunku inwestycyjnym
Banki/Banki inwestycyjne	Banki posiadające papiery wartościowe na własnym rachunku inwestycyjnym
Family Office/trusty	Jednostki zarządzające aktywami rodziny lub osoby (zazwyczaj założyciele firm obecnie notowanych na giełdzie)
Fundusze rynku nieruchomości	Equity REITs działające na rynku nieruchomości – leasing, development i zarządzanie nieruchomościami

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych S&P.

Istnieje przekonanie, że struktura własności jest endogeniczna względem wyceny rynkowej przedsiębiorstwa. Formalnie endogeniczność oznacza, że zmienna objaśniająca w modelu wyjaśniającym zmienną objaśnianą jest skorelowana ze składnikiem losowym⁴⁷⁹. W praktyce oznacza to, że zależność w modelu może być dwukierunkowa – np. zarówno wyższa wycena rynkowa może być przyczyną zainteresowania spółką wśród inwestorów instytucjonalnych, jak i wyższa obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie może powodować wyższe wyceny spółki przez rynek. Według teorii ekonometrii nie jest konieczne interpretowanie przyczynowe w przeprowadzonym badaniu. Dopuszczalne jest też odnalezienie związku korelacyjnego. Dodatkowa weryfikacja może nastąpić wtedy przez zweryfikowanie wyników na podstawie różnych zbiorów informacji empirycznych oraz uzasadnienie teoretyczne⁴⁸⁰.

Badacze przeprowadzający test dla rynku francuskiego potwierdzili egzogeniczność udziału inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie wobec jej wyceny

⁴⁷⁹ M. Gruszczyński, op.cit., s. 28.

⁴⁸⁰ M. Osińska, *Ekonometryczna analiza zależności przyczynowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008, s. 33.

rynkowej (wskaźnik Q Tobina)⁴⁸¹. Dodatkowo wskazuje się na występowanie trudności w znalezieniu instrumentów, które mogłyby posłużyć do jednoznacznej weryfikacji jej endogeniczności względem wyników finansowych spółki⁴⁸².

W dalszych rozważaniach założono, że struktura własności jest w modelu egzogeniczna, ponieważ jest ona relatywnie stabilna i nie dostosowuje się elastycznie do zmieniających się warunków rynkowych⁴⁸³. Wprawdzie udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych w Polsce dynamicznie wzrastał w analizowanym okresie i posiada wysokie odchylenie standardowe, ale w głównej mierze należy tłumaczyć to stałym dopływem środków pieniężnych do OFE, a nie warunkami rynkowymi. Również okres kryzysu finansowego nie spowodował wyraźnego spadku udziału inwestorów instytucjonalnych w kapitalizacji GPW.

Ostatecznie w modelu uwzględniono 903 obserwacje – dla 93 spółek w 10 okresach. Statystyki opisowe danych oraz macierz korelacji zostały przedstawione na schemacie 4 i 5. Uwzględniono również procentowy udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie (zmienna „Institutional”).

Schemat 4. Statystyki opisowe danych

Statystyki opisowe dla obserwacji z próby 1:01–93:10 (obserwacje z brakującymi danymi będą pominięte)				
Zmienna	Średnia	Mediana	Minimalna	Maksymalna
PriceToBook	2,05367	1,36431	0,192955	21,6174
ROE	9,97062	9,53000	-92,9100	96,6600
Beta	0,477361	0,439550	-0,734300	2,01923
DebtToEquity	0,576317	0,383050	0,000000	5,35939
Totalassetslog	2,94562	2,89384	0,965202	5,01970
Institutional	31,6706	30,2800	0,000000	97,7700
Insti_27	0,570321	1,00000	0,000000	1,00000
Zmienna	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności	Skośność	Kurtoza
PriceToBook	2,13122	1,03776	3,76502	20,8769
ROE	16,8238	1,68734	-0,704981	6,87454
Beta	0,382638	0,801570	0,579952	1,02614
DebtToEquity	0,673934	1,16938	2,70169	10,8286
Totalassetslog	0,734853	0,249473	0,367118	0,330144

⁴⁸¹ J.M. Sahut, H.O. Gharbi, op.cit.

⁴⁸² C. Himmelberg, R. Hubbard, D. Palia, *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 53, s. 353–384.

⁴⁸³ Podejście wykorzystane m.in. w badaniach: S. Thomsen, T. Pedersen, *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal”, June 2000, vol. 21, no. 6, s. 689–705.

Institutional	19,5955	0,618730	0,647300	0,201990
Insti_27	0,495305	0,868466	-0,284109	-1,91928
Zmienna	Percentyl 5%	Percentyl 95%	Zakres Q3-Q1	Brakujące obserwacje
PriceToBook	0,474194	5,70959	1,50358	27
ROE	-14,5060	34,7620	13,9700	27
Beta	-0,0500360	1,19498	0,470150	27
DebtToEquity	0,00174433	1,88219	0,654411	27
Totalassetslog	1,83654	4,48889	0,889649	27
Institutional	3,31200	69,2240	26,1100	27
Insti_27	0,000000	1,00000	1,00000	27

Źródło: opracowanie własne w programie *GRETL*.

Schemat 5. Macierz korelacji danych

Współczynniki korelacji liniowej dla obserwacji z próby 1:01–93:10

(obserwacje z brakującymi danymi będą pominięte)

Wartość krytyczna (przy dwustronnym 5% obszarze krytycznym) = 0,0643 dla $n = 930$

PriceToBook	ROE	Beta	DebtToEquity	Totalassetslog	
1,0000	0,2536	0,0402	0,1757	-0,1357	PriceToBook
	1,0000	-0,0023	-0,1658	0,1463	ROE
		1,0000	0,0532	0,1622	Beta
			1,0000	0,2188	DebtToEquity
				1,0000	Totalassetslog
			Institutional	Insti_27	
			-0,1248	-0,1125	PriceToBook
			-0,0798	-0,0374	ROE
			0,0222	0,0221	Beta
			-0,0715	-0,1017	DebtToEquity
			0,2131	0,2260	Totalassetslog
			1,0000	0,7700	Institutional
				1,0000	Insti_27

Źródło: opracowanie własne w programie *GRETL*.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że średni udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariatach spółek (zmienna „Institutional”) wynosił 31,7%. Udział ten był również słabo ujemnie skorelowany z wskaźnikiem *Price to Book Value* (ale na wyższym poziomie niż z ROE). Dodatkowo występowała pozytywna korelacja udziału inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie z wielkością spółki, a praktycznie nie było korelacji w odniesieniu do zmiennej *Beta*.

Dodatkowo do modelu dodano pojedyncze i podwójne opóźnienia zmiennej ROE oraz pojedyncze opóźnienie zmiennej Insti_27. W przypadku ROE wpływ na wycenę rynkową i postrzeganie spółki przez inwestorów może mieć opublikowana

wartość wskaźnika z lat poprzednich, a niekoniecznie ta z roku obecnego, która nie jest znana w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Natomiast działalność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie ma z jednej strony charakter długoterminowy, a z drugiej ich obecność stanowi też pewien sygnał dla pozostałych akcjonariuszy, dlatego warto dodać opóźnienia i sprawdzić ich związek z wyceną rynkową spółki.

4.3.3. Metoda badawcza i oszacowanie parametrów modelu – opis przeprowadzonego badania

Pomiar związku pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych a wartością spółek giełdowych został przeprowadzony z wykorzystaniem metod ekonometrycznych.

Zebrane dane można sklasyfikować jako dane panelowe, czyli zawierające informacje o tych samych jednostkach, w tym przypadku spółkach giełdowych, w kilku okresach. Zaletą danych panelowych jest możliwość zweryfikowania i złączenia założeń, domyślnie przyjmowanych w analizie danych przekrojowych⁴⁸⁴. Dane panelowe pozwalają na uwzględnienie większej liczby dostępnych obserwacji, szczególnie w przypadku, gdy szeregi czasowe nie są wystarczająco długie. Dotyczy to przeprowadzanego badania – rynek kapitałowy w Polsce powstał w 1991 roku, a inwestorzy instytucjonalni pojawiali się na nim stopniowo, głównie dopiero po 1999 roku. Ponadto modele oparte na danych panelowych pozwalają na uwzględnienie dodatkowych informacji o badanej zbiorowości – w tym przypadku np. różnic w średniej wskaźnika wartości *Price to Book Value* dla różnych branż czy spółek. Możliwość uwzględnienia tego indywidualnego efektu, charakterystycznego dla każdej badanej jednostki, pozwala uniknąć korelacji składnika resztowego ze zmienną objaśniającą, co wystąpiłoby w przypadku zakwalifikowania danych jako przekrojowe. Dane wykorzystywane w estymacji są panelem niezbilansowanym, gdyż ze względu na brak danych lub skrajne obserwacje nie wszystkie jednostki są opisane we wszystkich okresach⁴⁸⁵.

Zaproponowany model ma charakter statyczny, gdyż nie jest modelem autoregresyjnym i jest modelem jednokierunkowym. Zawiera efekt indywidualny, czyli wszystkie stałe w czasie charakterystyki danej jednostki, które mają wpływ

⁴⁸⁴ G.S. Maddala, *Ekonometria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 643.

⁴⁸⁵ B. Witkowski, Modele danych panelowych, [w:] M. Gruszczyński (red.), *Mikroekonometria: Modele i metody analizy danych indywidualnych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 267–308.

na zmienną objaśnianą. Są one najczęściej niekwantyfikowalne i trudne do zmierzenia. Ogólny wzór ma postać⁴⁸⁶:

$$y_{it} = x'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it},$$

gdzie:

y_{it} – zmienna objaśniana,

x_{it} – wektor zmiennych objaśniających,

ε_{it} – składnik losowy,

β – wektor parametrów,

α_i – efekty indywidualne.

Efekt indywidualny może być ujęty jako efekt stały lub losowy. Efekt stały może być traktowany jako różny wyraz wolny w szeregach czasowych dla poszczególnych jednostek. Ma on charakter stałego w czasie, deterministycznego parametru, różniącego się dla każdej jednostki. Natomiast efekty losowe nie stanowią dodatkowych, potencjalnie szacowanych parametrów, ale są elementem części stochastycznej w modelu⁴⁸⁷.

W celu upewnienia się, czy model panelowy zawiera efekt indywidualny wykonana została diagnostyka panelu (schemat 6), czyli weryfikacja hipotezy o istnieniu efektu indywidualnego (sprawdzenie, czy wariancja składnika efektów indywidualnych wynosi zero)⁴⁸⁸. Hipotezy testu Breuscha–Pagana są następujące:

$$H_0 : \sigma_\alpha^2 = 0,$$

$$H_1 : \sigma_\alpha^2 \neq 0.$$

Następnie oblicza się $S_1 = \sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T \widehat{\alpha}_{it})^2$ oraz $S_2 = \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \widehat{\alpha}_{it}^2$, gdzie $\widehat{\alpha}_{it}$ stanowią reszty

oszacowanego modelu. Dla dużej liczby obserwacji i w przypadku, gdy składnik resztowy modelu ma rozkład normalny, statystyka testu Breuscha–Pagana ma postać

$$\lambda = \frac{nT}{2(T-1)} \left(\frac{S_1}{S_2} - 1 \right)^2$$

z rozkładem chi-kwadrat i 1 stopniem swobody⁴⁸⁹.

Dla ustalenia rodzaju efektów indywidualnych przeprowadzony został test Hausmana (jego wynik również znajduje się na schemacie 6), który pozwala

⁴⁸⁶ Ibidem.

⁴⁸⁷ Ibidem.

⁴⁸⁸ T. Kufel, *Ekonometria: Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 165–167.

⁴⁸⁹ G.S. Maddala, s. 649–650.

sprawdzić poprawność specyfikacji modelu i ustalić, czy należy wybrać model z efektami ustalonymi, czy z efektami losowymi. Hipotezy testu Hausmana mają następującą postać:

H_0 : zmienna objaśniająca x_{it} i składnik resztowy v_{it} są niezależne,

H_1 : zmienna objaśniająca x_{it} i składnik resztowy v_{it} nie są niezależne.

Jeżeli H_0 będzie spełnione, to właściwy będzie model z efektami losowymi. W przeciwnym wypadku sugeruje się wybór modelu z efektami ustalonymi.

Hausman zaproponował stworzenie dwóch estymatorów $\widehat{\beta}_0$ (zgodny i efektywny, gdy H_0 jest prawdziwa) oraz $\widehat{\beta}_1$ (zgodny jeżeli H_0 lub H_1 jest prawdziwa, ale nie jest efektywny gdy H_0 jest prawdziwa).

Statystyka testu ma postać

$$\lambda = (\widehat{\beta}_1 - \widehat{\beta}_0) \left[\widehat{\Omega}(\widehat{\beta}_1) - \widehat{\Omega}(\widehat{\beta}_0) \right]^{-1} (\widehat{\beta}_1 - \widehat{\beta}_0),$$

gdzie $\widehat{\Omega}$ to macierz wariancji i kowariancji dla estymatorów $\widehat{\beta}_0$ oraz $\widehat{\beta}_1$.

Schemat 6. Diagnostyka panelu

Oszacowane ustalone efekty (nielosowe efekty)

uwzględniające zróżnicowanie wyrazu wolnego według jednostek w przekroju (współczynniki, błędy standardowe w nawiasach, wartość p w nawiasach kwadratowych).

const:	9,6923	(1,0599)	[0,00000]
ROE:	0,021868	(0,0038199)	[0,00000]
ROE_1:	0,033391	(0,0037194)	[0,00000]
ROE_2:	0,010975	(0,0035644)	[0,00217]
Beta:	0,39246	(0,12396)	[0,00162]
DebtToEquity:	0,60259	(0,1191)	[0,00000]
Totalassetslog:	-2,7721	(0,35518)	[0,00000]
Insti_27:	-0,31242	(0,13554)	[0,02151]
Insti_27_1:	-0,68018	(0,1297)	[0,00000]

93 średnich grupowych obejmujących dane

Wariancja resztowa: 654,98 / (701-101) = 1,09163

Łączna istotność nierówności średnich grupowych:

F(92, 600) = 18,9705 z wartością p 2,85085e-127

(Niska wartość p oznacza odrzucenie hipotezy H_0 , że model panelowy MNK jest poprawny, wobec hipotezy H_1 , że model o ustalonych efektach jest właściwszy)

Statystyka testu Breusch-Pagana:

LM = 1062,14 z wartością p = prob (chi-kwadrat (1) > 1062,14) = 5,59277e-233

(Niska wartość p oznacza odrzucenie hipotezy H_0 , że model panelowy MNK jest poprawny, wobec hipotezy H_1 , że model o losowych efektach jest właściwszy)

Variance estimators:

between = 2,36689 within = 1,09163

Panel is unbalanced: theta varies across units

Oszacowane losowe efekty

allows for a unit-specific component to the error term

(współczynniki, błędy stand. w nawiasach, wartość p w nawiasach kwadratowych)

const:	5,0406	(0,61703)	[0,00000]
ROE:	0,023357	(0,0038227)	[0,00000]
ROE_1:	0,033463	(0,0037574)	[0,00000]
ROE_2:	0,011672	(0,0036202)	[0,00132]
Beta:	0,40095	(0,12586)	[0,00151]
DebtToEquity:	0,62535	(0,11472)	[0,00000]
Totalassetslog:	-1,2714	(0,20237)	[0,00000]
Insti_27:	-0,18902	(0,13555)	[0,16361]
Insti_27_1:	-0,65334	(0,1305)	[0,00000]

Statystyka testu Hausmana:

H = 47,7238 z wartością p = prob (chi-square (8) > 47,7238) = 1,11563e-007

(Niska wartość p oznacza odrzucenie hipotezy zerowej o modelu z losowymi efektami, wobec hipotezy alternatywnej o modelu z ustalonymi efektami)

Źródło: opracowanie własne w programie *GRETL*.

Test Breuscha–Pagana wskazuje, że należy przeprowadzić oszacowanie za pomocą modelu zawierającego efekty indywidualne, gdyż klasyczna metoda najmniejszych kwadratów nie jest poprawna dla tego modelu. Natomiast test Hausmana, weryfikujący hipotezę o poprawności modelu z efektami losowymi, sugeruje, że dokładniejsze oszacowanie daje model z efektami ustalonymi⁴⁹⁰. Model z efektami ustalonymi zakłada, że reszta w modelu zawiera estymowany stały indywidualny parametr dla każdej jednostki panelu oraz czysty błąd losowy⁴⁹¹. W przypadku analizowanego panelu danych wydaje się to prawdziwym założeniem, gdyż każda spółka posiada określoną charakterystykę (np. branża, umiejętności menedżerów), która jest dla niej unikalna i stosunkowo stabilna w czasie.

Rozważając model wyjściowy:

$$y_{it} = x_{it}\beta + v_{it}$$

Można go zapisać w postaci

$$y_{it} = x_{it}\beta + \varepsilon_{it} + \alpha_i,$$

gdzie ε_{it} to czysty błąd losowy, a α_i to efekt indywidualny (charakterystyczny dla danej jednostki – w tym przypadku określonej spółki giełdowej, stały w czasie). Eliminacja ustalonych efektów indywidualnych następuje poprzez uśrednienie modelu względem czasu, czyli wyliczenie średnich grupowych, co ma postać

⁴⁹⁰ T. Kufel, op.cit., s. 166–169.

⁴⁹¹ B.H. Baltagi, *A Companion to Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley, West Sussex 2009, s. 9–10.

$$\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T y_{it} = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T x_{it} \beta + \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T \varepsilon_{it} + \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T \alpha_{it},$$

co jest równoważne

$$\bar{y}_i = \bar{x}_i \beta + \bar{\varepsilon}_i + \alpha_i.$$

Po odjęciu stronami równania wyjściowego i uśrednionego, mamy

$$y_{it} - \bar{y}_i = (x_{it} - \bar{x}_i) \beta + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i).$$

Efekt stały α_i został wyeliminowany. Po oszacowaniu otrzymanego powyżej modelu klasyczną metodą najmniejszych kwadratów estymator parametrów strukturalnych $\hat{\beta}$ ma następującą postać:

$$\hat{\beta} = (\tilde{X}^T \tilde{X})^{-1} \tilde{X}^T \tilde{y},$$

przy czym \tilde{X} to macierz przekształconych zmiennych objaśniających $(x_{it} - \bar{x}_i)$, a \tilde{y} to wektor przekształconych zmiennych objaśnianych $y_{it} - \bar{y}_i$ ⁴⁹².

Ostateczne oszacowanie parametrów modelu panelowego z efektami ustalonymi zostało przedstawione na schemacie 7. Heteroskedastyczność składnika losowego w modelu została skorygowana przez wprowadzenie odpornych błędów standardowych (robust HAC).

Schemat 7. Oszacowanie modelu

Model: Estymacja Ustalone efekty, z wykorzystaniem 701 obserwacji
 Włączono 93 jednostek danych przekrojowych
 Szereg czasowy długości: minimum 3, maximum 8
 Zmienna zależna (Y): PriceToBook
 Odporne błędy standardowe (robust HAC)

	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Studenta	Wartość p	
const	9,69234	1,68819	5,7413	<0,0001	***
ROE	0,0218684	0,00595738	3,6708	0,0004	***
ROE_1	0,0333907	0,0106609	3,1321	0,0023	***
ROE_2	0,0109754	0,00441281	2,4872	0,0147	**
Beta	0,392464	0,160024	2,4525	0,0161	**
DebtToEquity	0,602587	0,305366	1,9733	0,0515	*
Totalassetslog	-2,77211	0,55661	-4,9803	<0,0001	***
Insti_27	-0,312423	0,130405	-2,3958	0,0186	**
Insti_27_1	-0,680181	0,179525	-3,7888	0,0003	***

⁴⁹² G.S. Maddala, op.cit., s. 644–645.

Średnia arytmetyczna zmiennej zależnej	1,935022	Odchylenie standardowe zmiennej zależnej	2,208213
Suma kwadratów reszt	654,9804	Błąd standardowy reszt	1,044813
LSDV R-kwadrat	0,808112	Within R-kwadrat	0,346374
Logarytm wiarygodności	-970,8761	Kryterium informacyjne Akaike'a	2143,752
Kryterium bayes. Schwarz	2603,555	Kryterium Hannana-Quinna	2321,481
Autokorelacja reszt - rho1	0,322923	Stat. Durbina-Watsona	0,962418

Joint test on named regressors - Statystyka testu: $F(8, 92) = 9,62278$

z wartością $p = P(F(8, 92) > 9,62278) = 1,343e-009$

Robust test for differing group intercepts

- Hipoteza zerowa: grupy posiadają wspólny wyraz wolny

Statystyka testu: Welch $F(92, 193,7) = 22,0183$

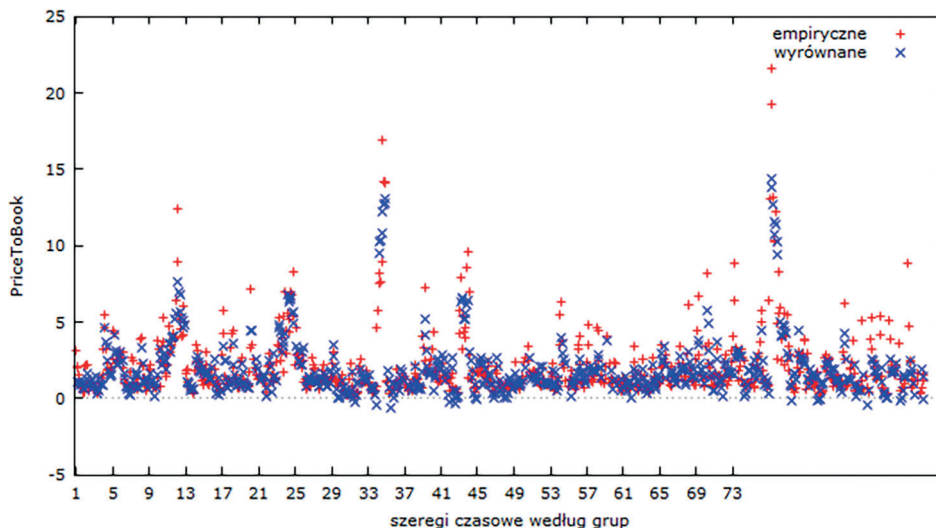
z wartością $p = P(F(92, 193,7) > 22,0183) = 1,02345e-067$

Źródło: opracowanie własne w programie *GRETL*.

Poprawność modelu jest potwierdzona przez test na zróżnicowanie wyrazu wolnego w grupach oraz współczynnik determinacji R^2 wynoszący 80,8% (czyli model wyjaśnia 80,8% zmienności zmiennej objaśnianej). Model został wybrany na podstawie kryterium informacyjnego Akaike'a. Było ono najniższe (2143,752) dla zmiennej zerojedynkowej określającej obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie (a nie dla wartości procentowej) oraz dla 27% jako wartości granicznej.

Wartości empiryczne i wyrównane zostały przedstawione na schemacie 8.

Schemat 8. Empiryczne i wyrównane wartości *Price to Book Value* według oszacowanego modelu



Źródło: opracowanie własne w programie *GRETL*.

Na podstawie przeprowadzonej estymacji można zweryfikować analizowaną hipotezę badawczą w następujących wymiarach:

- udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie powyżej 27% w poprzednim roku współwystępuje z niższym wskaźnikiem *Price to Book Value* w bieżącym roku na poziomie istotności 1%;
- udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie powyżej 27% w bieżącym roku współwystępuje z niższym wskaźnikiem *Price to Book Value* w bieżącym roku na poziomie istotności 5%.

Istotność oraz kierunek związku pozostałych zmiennych objaśniających ze zmienną objaśnianą są zgodne z oczekiwaniami i badaniami zawartymi we wcześniejszym przeglądzie literatury. ROE oraz *Beta* są kluczowymi czynnikami wpływającymi na *Price to Book Value*. Wyższe ROE współwystępuje z wyższą wyceną rynkową, również na przestrzeni roku i dwóch lat. Natomiast spółki o wyższym ryzyku niż średni poziom w indeksie giełdowym są też wyżej wyceniane przez rynek⁴⁹³, podobnie jak wykorzystanie wyższego poziomu zadłużenia (dźwigni finansowej)⁴⁹⁴. Wielkość spółki mierzona sumą aktywów współwystępuje z niższym poziomem *Price to Book Value* ze względu na to, że mniejsze spółki mają teoretycznie większy potencjał wzrostu⁴⁹⁵.

4.3.4. Interpretacja wyników – pole dalszych badań i ograniczenia

Przeprowadzone badanie sugeruje, że w okresie analizowanych 10 lat obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie współwystępowała istotnie negatywnie z ich wyceną rynkową.

Wpływ na takie wyniki może mieć wiele czynników, które stanowią pole do dalszych rozważań i weryfikacji w przeprowadzanym w dalszej części badania jakościowym.

Można przypuszczać, że na etapie decyzji inwestycyjnej inwestorzy instytucjonalni nie zawsze podejmują aktywne wybory, szczególnie jeśli zarządzają produktami będącymi odwzorowywaniem indeksów giełdowych (inwestowanie pasywne). Mogą również nie inwestować aktywnie ze względu na obawę o własne premie⁴⁹⁶. Również w przypadku inwestowania aktywnego możliwa strategia

⁴⁹³ Patrz: A. Damodaran, op.cit.

⁴⁹⁴ Patrz: G. Vintila, S. Gherghina, op.cit.; S. Thomsen, T. Pedersen, op.cit.

⁴⁹⁵ Patrz: T. Nashier, A. Gupta, op.cit.

⁴⁹⁶ Patrz: E. Maug, N. Naik, op.cit.

polega na wyszukiwaniu spółek o niskim wskaźniku P/BV (czyli relatywnie tanich), jednocześnie z dobrymi wskaźnikami fundamentalnymi, które dobrze rokują na przyszłość. Następująca poprawa wskaźnika *Price to Book Value* może być sygnałem do sprzedaży walorów przez inwestora w celu osiągnięcia realnego zysku, co może tłumaczyć niskie zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w spółki o wysokim poziomie tego wskaźnika. Szczególnie jeżeli inwestor instytucjonalny dysponuje znaczącym pakietem akcji, ich sprzedaż ma zauważalny wpływ na ich cenę.

Inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza fundusze emerytalne, które oceniane są w odniesieniu do wyników swoich konkurentów, mają tendencję do naśladownictwa i zachowań stadnych. Odzwierciedlanie portfela największych podmiotów przez małe fundusze może prowadzić do chwilowego wzrostu wyceny rynkowej akcji spółek, na które popyt jest największy. Z biegiem czasu ich wycena może się ustabilizować na niższym poziomie, gdyż spadnie popyt na te walory, z drugiej strony pozostanie znaczny udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie. Dodatkowo ten efekt może być wzmacniany, gdyż duży popyt na akcje danej spółki może obniżać motywacje menedżerów do efektywnego zarządzania i prowadzić do obniżenia wartości fundamentalnej spółki w dłuższym okresie. Taka nieefektywna alokacja zasobów byłaby wytłumaczalna poprzez *dumb money hypothesis*, która wprawdzie odnosi się do inwestorów indywidualnych, ale ze względu na specyficzny sposób oceny funduszy może mieć zastosowanie do sektora instytucjonalnego w Polsce. Jego przedstawiciele charakteryzuje zatem awersja do ryzyka w zakresie własnych ocen – za cenę utraty szansy na osiągnięcie wyższych zwrotów z inwestycji minimalizują oni straty.

Inwestorzy instytucjonalni w Polsce nie są akcjonariuszami dominującymi. Generalnie akcjonariat instytucjonalny w Polsce charakteryzuje też duże rozdrobnienie, mimo że nierzadko ich łączny udział przekracza 50%. Duża liczba podmiotów najprawdopodobniej utrudnia wypracowanie wspólnego stanowiska i uzyskanie realnego wpływu na zarządzanie spółką przez sprawne wykonywanie roli monitorującej i kontrolnej⁴⁹⁷. Możliwe jest zawieranie porozumienia pomiędzy grupami inwestorów w celu osiągnięcia wspólnych celów, lecz wymaga to ich identyfikacji i przygotowania wspólnych postulatów, co jest źródłem dodatkowych nakładów pracy i często może być nieopłacalne.

Mniejszościowy pakiet w spółce sprawia, że inwestor instytucjonalny teoretycznie podlega konfliktowi agencji zarówno względem menedżerów, jak i akcjonariusza dominującego. Przykładowo nie zawsze ma dostęp do pełnej informacji

⁴⁹⁷ Patrz: D. Wiberg, op.cit.

o działalności przedsiębiorstwa. Asymetria informacji może działać zarówno na korzyść menedżerów w firmie, jak i akcjonariusza dominującego. Po nabyciu mniejszościowego pakietu akcji nie zawsze można bowiem oddelegować własnego przedstawiciela do organów zarządczych i nadzorczych w spółce, dlatego pozostałe strony mogą zatajać istotne informacje. Pomimo profesjonalizmu inwestorzy instytucjonalni muszą często podejmować decyzje dużo bardziej niepewne niż inni akcjonariusze. Zgodnie z teorią zarządcy mogliby natomiast stanowić grono rzetelnych doradców dla spółki i tak przyczyniać się do budowania jej wartości.

Ponadto w procesie udziału w nadzorze nad spółką inwestorzy instytucjonalni mogą postrzegać aktywne zaangażowanie w monitoring jako zagrożenie dla ich przyszłych przedsięwzięć. Unikają konfrontacji z kadrami zarządzającą spółką, gdyż w przyszłości może to stanowić przeszkodę w ich dalszej działalności biznesowej⁴⁹⁸.

Znaczna część akcji spółek notowanych na GPW jest w rękach zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, dla których posiadane pakiety w Polsce mają zbyt mały udział w ich portfelu, aby mieli motywację do angażowania zasobów i aktywny monitoring nad spółkami⁴⁹⁹.

Nie bez znaczenia jest też poziom rozwoju rynku finansowego w Polsce. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie powstała w 1991 roku, a inwestorzy instytucjonalni zaczęli odgrywać na niej znaczącą rolę po wprowadzeniu reformy emerytalnej i stworzeniu otwartych funduszy emerytalnych w 1999 roku. Tak krótka historia nie pozwoliła stworzyć tradycji związanej z zaangażowaniem przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami giełdowymi, w których posiadają akcje.

Również system ładu korporacyjnego ciągle jest w fazie ostatecznego kształtowania, co nie ułatwia inwestorom mniejszościowym dochodzenia swoich praw i osiągania realnego wpływu na działalność spółki.

Ponadto teoria agencji zakłada, że menedżerowie mający wykonywać kilka zadań równocześnie skupiają się na tym, które przynosi im wyższe marginalne korzyści⁵⁰⁰. Fakt, że wynagrodzenia zarządzających funduszami zależą najczęściej w sposób bezpośredni od osiągniętych stóp zwrotu sprawia, że skupiają się oni na krótkookresowych wynikach funduszu, często nie wierząc, że zaangażowanie w nadzór nad spółkami może przynieść im korzyści w przyszłości.

Pewnym ograniczeniem w modelu jest brak większej liczby zmiennych, charakteryzujących strukturę własności – np. informacji o największym akcjonariuszu

⁴⁹⁸ Patrz: J. Pound, *op.cit.*

⁴⁹⁹ Patrz: J.M. Sahut, H.O. Gharbi, *op.cit.*

⁵⁰⁰ Patrz: C. Rose, *op.cit.*

i jego udziale. Ponadto nie uwzględniono szczegółowego poziomu rozproszenia akcjonariatu instytucjonalnego. Dodanie tych zmiennych pozwoliłoby uzyskać bardziej precyzyjne wyniki.

4.3.5. Podsumowanie

Inwestorzy instytucjonalni (finansowi) stanowią charakterystyczną grupę akcjonariuszy na rynku kapitałowym. Ich strategia działania i znaczenie w strukturze właścicielskiej spółek zależą w znacznej mierze od stopnia rozwoju rynku i tradycji związanej z zaangażowaniem w aktywne wykonywanie praw własności. Z jednej strony, doświadczenie i profesjonalizm oraz chęć osiągania zysków z zainwestowanego kapitału stanowią zachętę do aktywnego zaangażowania w działalność spółki i przyczynianie się do wzrostu jej wartości. Z drugiej strony, strategia inwestycyjna, konflikt interesów, sposób wynagradzania i nieefektywność systemu ładu korporacyjnego nie sprzyjają takiemu zaangażowaniu. Jego brak, czyli rezygnacja właścicieli z efektywnej kontroli menedżerów może prowadzić do destrukcji wartości przedsiębiorstwa. Dotychczasowe badania empiryczne potwierdzają, że postawa inwestorów instytucjonalnych jako właścicieli nie jest jednolita.

Podsumowując wstępnie przeprowadzone badanie na rynku polskim, za pomocą modelu ekonometrycznego udowodniono istotny negatywny związek pomiędzy wyceną rynkową a obecnością inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności spółek notowanych na GPW w latach 2005–2014. Zgodnie z otrzymanym wynikiem ich obecność nie powinna sugerować innym uczestnikom rynku, że spółka w przyszłości zyska na wartości rynkowej. Opracowany model wskazuje, że wzrost obecności inwestorów instytucjonalnych oznacza niższą wycenę rynkową akcji spółki.

Praktyczna weryfikacja modelu oraz jego interpretacja zostanie przeprowadzona w ramach dalszych badań. Na podstawie pogłębionego wywiadu z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych przeanalizowane zostały potencjalne czynniki, które prowadzą do otrzymanej zależności. W rezultacie możliwa jest ocena zaangażowania inwestorów instytucjonalnych oraz ich znaczenia w procesie kreowania wartości spółki giełdowej.

Podsumowując, potencjalne czynniki, kształtujące wyniki badania ilościowego, mogą pojawić się na wszystkich etapach procesu inwestycyjnego inwestora instytucjonalnego – w czasie podejmowania decyzji inwestycyjnych, w trakcie posiadania akcji w portfelu oraz przy ich sprzedaży. Zachowanie inwestora może być determinowane przez jego zewnętrzne otoczenie – system ładu korporacyjnego

(w tym m.in. stopień koncentracji własności w spółkach, ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych, poziom kapitału społecznego), sposób wynagradzania w branży, a także charakterystykę wewnętrzną – strategię i politykę inwestycyjną czy politykę wynagrodzeń u inwestora instytucjonalnego.

Wszystkie rozważania stanowiły bazę w procesie przygotowywania jakościowego badania empirycznego, zarówno wśród inwestorów instytucjonalnych zagranicą, jak i w Polsce.

4.4. Rola inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych w Polsce – badanie jakościowe

4.4.1. Wprowadzenie

Przeprowadzona estymacja modelu ekonometrycznego stanowi inspirację do empirycznego, jakościowego sprawdzenia, jak wygląda działalność inwestorów instytucjonalnych w Polsce w odniesieniu do spółek, w których posiadają akcje.

4.4.2. Charakterystyka badania

4.4.2.1. Cel badania i pytania badawcze

W ramach opisanego w pierwszym podrozdziale badania *case study* wykonano badanie metodą wywiadów pogłębionych, które ma na celu opisanie procesu decyzji inwestycyjnej, znaczenia ładu korporacyjnego oraz określenie form zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w zarządzania spółkami, w których posiadają akcje⁵⁰¹. Badanie zostało ograniczone do podmiotów działających w Polsce, podejmujących inwestycje zarówno krajowe, jak i zagraniczne. Dla wzbogacenia analizy wykorzystano również materiały prasowe oraz informacje o działalności inwestorów instytucjonalnych publikowane na ich stronach internetowych.

Zgodnie z dobrymi praktykami ładu korporacyjnego w Polsce inwestorzy instytucjonalni (finansowi), którzy są inwestorami mniejszościowymi, mają możliwość sprawowania nadzoru nad spółkami, w których posiadają akcje. Aktywne

⁵⁰¹ Inwestorzy instytucjonalni są tu wąsko zdefiniowani jako inwestorzy finansowi (wyłączonej jest Skarb Państwa, samorządy, inwestorzy branżowi). W praktyce w badaniu uwzględniono fundusze inwestycyjne i emerytalne.

korzystanie z tego prawa może przyczyniać się do budowania lub destrukcji wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W badaniach naukowych na świecie nie stwierdzono jednoznacznie, jaki jest związek między obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a wartością spółki giełdowej.

W Polsce stwierdzono negatywny związek pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek a ich wycenami rynkowymi. Celem badania jest identyfikacja czynników pozwalających wytłumaczyć, czy i jak działalność inwestorów instytucjonalnych determinuje taki wynik badania ilościowego.

Osiągnięcie celu badania jest możliwe przez uzyskanie odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

1. Jakie czynniki są brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej przez inwestorów instytucjonalnych (finansowych)?
2. Czy inwestorzy instytucjonalni w Polsce korzystają z możliwości uczestniczenia w nadzorze nad spółką, w której posiadają akcje?
3. Jakie są główne formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór?
4. Jakie czynniki wpływają na poziom zaangażowania – co motywuje, a co demotywuje inwestorów?
5. Czy stosowanie zasad dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez spółki ma wpływ na działalność inwestorów instytucjonalnych?

4.4.2.2. Metoda i zagadnienia

Badanie zostało przeprowadzone metodą pogłębionych wywiadów. Dodatkowo przeanalizowano informacje publicznie dostępne w prasie i na stronach internetowych. W przeprowadzonym badaniu przeanalizowane zostało zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w zarządzanie spółkami w kontekście systemu ładu korporacyjnego w Polsce oraz w kontekście polskiego rynku kapitałowego.

Rynek polski został potraktowany w badaniu jako „przypadek”, natomiast jego charakterystyka została stworzona na podstawie pogłębionych wywiadów z przedstawicielami różnorodnych inwestorów instytucjonalnych (finansowych). Wywiady mają charakter nieustrukturyzowany, ale zawierają też elementy ustrukturyzowane – ten sam zestaw pytań został zadany wszystkim rozmówcom, część pytań miała sugerowane warianty odpowiedzi. Jednakże rozmówcy byli zachęceni do komentowania odpowiedzi, dodawania własnych przemyśleń, sugerowania nowych możliwości odpowiedzi⁵⁰². Wywiady zostały przeprowadzone osobiście. Ta

⁵⁰² N.K. Denzin, Y.S. Lincoln, *Metody badań jakościowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, t. 2, Warszawa 2009, s. 90–100.

forma badania wydaje się najbardziej odpowiednia, biorąc pod uwagę trudność w dotarciu oraz niewielką liczbę osób zajmujących się zarządzaniem portfelami akcji w firmach będących inwestorami instytucjonalnymi. Ponadto wywiady pogłębione pozwalają na zanotowanie swobodnych komentarzy rozmówców i zadania pytań pomocniczych.

Wywiady pogłębione zostały przeprowadzone między sierpniem 2016 roku a kwietniem 2017 roku. Przeciętnie rozmowa trwała godzinę.

4.4.2.3. Charakterystyka rozmówców

W badaniu wzięło udział ośmiu rozmówców, którzy zawodowo zajmują się inwestycjami na rynku kapitałowym w ramach funduszy inwestycyjnych i emerytalnych⁵⁰³. Pełnią oni funkcję zarządzających portfelem lub nadzorującego zarządzających portfelami i pracują zarówno w małych, jak i w największych podmiotach na polskim rynku. Połowa uczestników badania jest związana z funduszami należącymi do polskich, a połowa do zagranicznych finansowych grup kapitałowych. Zdecydowana większość zarządza portfelami aktywnie, co odzwierciedla ogólne tendencje na polskim rynku (wartość aktywów funduszy inwestycyjnych – indeksowych i ETF-ów zarządzanych pasywnie na polskim rynku wynosi około 230 mln złotych⁵⁰⁴).

Pierwszy rozmówca (R1) to zarządzający funduszami akcji (głównie z sektora budowlanego) w jednym z największych funduszy emerytalnych w Polsce (wartość aktywów powyżej 30 mld złotych), który należy do zagranicznej grupy kapitałowej. Całość portfela jest zarządzana aktywnie, a wartość przypadająca na zarządzającego wynosi około 4 mld złotych.

Drugi rozmówca (R2) kieruje jednym z największych funduszy emerytalnych w Polsce (wartość aktywów powyżej 30 mld złotych). Zarządzający portfelem w tym funduszu podzieleni są odpowiedzialnością według branż. Akcjonariusz większościowy tego funduszu ma siedzibę zagranicą.

Trzeci rozmówca (R3) zarządza portfelem akcji (głównie z sektorów nowych technologii i telekomunikacji) w dużym funduszu inwestycyjnym (aktywa o wartości prawie 20 mld złotych), który stanowi część polskiej grupy kapitałowej. Wartość zarządzanego przez niego portfela wynosi niemal 1,5 mld złotych.

⁵⁰³ W związku z tym, że wszyscy rozmówcy są przedstawicielami funduszy inwestycyjnych lub emerytalnych, w niniejszym podrozdziale pojęcia „inwestor instytucjonalny” oraz „fundusz” będą używane zamiennie.

⁵⁰⁴ www.fispoland.com, 6.12.2016.

Czwarty rozmówca (R4) jest dyrektorem inwestycyjnym oraz zarządzającym portfelem w dużym polskim funduszu emerytalnym (o wartości aktywów wynoszącej 22 mld złotych).

Piąty rozmówca (R5) to zarządzający aktywami w małym funduszu emerytalnym, należącym do zagranicznej grupy kapitałowej, którego aktywa wynoszą około 7 mld złotych. W tym podmiocie zarządzający nie są jednoznacznie odpowiedzialni za określone portfele.

Szósty rozmówca (R6) jest młodszym zarządzającym portfelem w niewielkim funduszu emerytalnym, należącym do zagranicznej grupy kapitałowej. Wartość aktywów tego funduszu wynosi 5,7 mld złotych.

Siódmy rozmówca (R7) zarządza funduszami w polskim funduszu inwestycyjnym, którego aktywa nie przekraczają 5 mld złotych. Ponad połowę portfela tego funduszu stanowią aktywa zarządzane aktywnie. Rozmówca specjalizuje się m.in. w rynku akcji polskich o potencjale wzrostu.

Ósmy rozmówca (R8) pracuje jako zarządzający akcjami w niewielkim funduszu inwestycyjnym, którego aktywa nie przekraczają 3 mld złotych, sam zarządza portfelem o wartości poniżej 0,5 mld złotych, znacząca większość portfela jest zarządzana aktywnie. Fundusz ma polskich właścicieli.

4.4.2.4. Pogłębiony wywiad z inwestorami instytucjonalnymi – pytania

Pytania zadawane rozmówcom dotyczyły następujących zagadnień:

- a. przedstawienie charakterystyki funduszu (wielkość aktywów, horyzont czasowy, struktura własności, sposób zarządzania aktywami),
- b. wskazanie czynników branych pod uwagę w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej,
- c. omówienie sposobów wykonywania prawa wynikającego z posiadanych akcji spółek: procesów wewnętrznych w funduszu, szczegółowych form i warunków zaangażowania w nadzór nad spółkami portfelowymi,
- d. ustalenie motywacji oraz braku motywacji do aktywnego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami,
- e. określenie roli przestrzegania dobrych praktyk ładu korporacyjnego w omawianym procesie.

4.4.3. Inwestorzy instytucjonalni (finansowi) w Polsce i ich decyzje inwestycyjne

4.4.3.1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnej

Na polskim rynku kapitałowym dominują fundusze inwestycyjne i emerytalne zarządzane aktywnie. W przeprowadzonym badaniu jedynie dwóch rozmówców (z małych polskich funduszy inwestycyjnych) stwierdziło, że część ich portfela stanowią fundusze pasywne. Zatem w niniejszym rozważaniu zostanie przeanalizowany proces podejmowania decyzji inwestycyjnej w funduszach zarządzanych aktywnie.

Horyzont czasowy podejmowanych inwestycji to średnio od pół roku do kilku lat. Jednakże część rozmówców (przede wszystkim przedstawiciele OFE) określała go jako bardziej długoterminowy, nawet kilkunastoletni (R4). Zależy on też często od wielkości spółki – inwestycje w małe podmioty, gdzie fundusz nabywa znaczący pakiet, nastawione są na długi horyzont czasowy, gdyż zarządzający ma świadomość niskiej płynności cechującej te papiery wartościowe. W przypadku dużych spółek sprzedaż pakietu, który stanowi niewielki udział w akcjonariacie, jest prostszy, nie wpływa silnie na wycenę rynkową spółki oraz zwykle znajduje nabywców (R1). Ewentualne nagłe skrócenie czasu inwestycji następuje, jeżeli pojawi się nieprzewidziane ryzyko związane z tymi papierami wartościowymi. W kontekście długoterminowego horyzontu inwestycyjnego proces podejmowania decyzji inwestycyjnej jest kluczowy dla inwestora instytucjonalnego.

Podsumowanie najważniejszych czynników mających wpływ na ostateczną decyzję inwestycyjną został przedstawiony na rysunku 12.

Pierwszy etap decyzji inwestycyjnej to przeprowadzenie wyceny fundamentalnej (analiza dotychczasowych i projekcja przyszłych wyników i wskaźników finansowych), która dla wszystkich rozmówców stanowi podstawę do dalszych analiz. Wśród elementów tego procesu wymieniono w szczególności (R3):

1. analizę finansową,
2. jakość oferowanych produktów i ich perspektywa na podbój rynku,
3. wypracowaną przewagę konkurencyjną,
4. strategię na najbliższe lata.

Przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych w większości inwestują średnio- i długoterminowo, a zatem perspektywa rozwoju firmy na rynku i sprawne zarządzanie finansami są kluczowymi czynnikami decydującymi o przyszłych stopach zwrotu. W swoich analizach fundamentalnych wykorzystują oni modele uwzględniające też szereg typów ryzyka (np. ryzyko rynkowe), przykładowo model DDM

(*Dividend Discount Model* – model Gordona). Analiza fundamentalna pozwala im na wyliczenie docelowego wskaźnika P/E i znalezienie spółek o wysokim potencjale wzrostu w przyszłości (R4). Racjonalność ich postępowania objawia się tym, że poszukują spółek, które obecnie są nisko wyceniane przez rynek, ale ich wartość wewnętrzna jest dużo wyższa – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest wtedy wysoka (R1).

Rysunek 12. Czynniki analizowane w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej



Źródło: opracowanie własne.

W drugiej kolejności oceniane są kompetencje zarządu, co oznacza nie tylko formalne wykształcenie i doświadczenie, ale głównie uczciwość w prowadzeniu firmy i zaufanie zarządzających funduszami do takiej osoby (R1). Często kompetencje zarządu stanowią jednak element oceny fundamentalnej spółki (R4). Poza zarządem rozmówcy wspominali również o kompetencjach niezależnych członków rad nadzorczych (głównie duże fundusze) oraz dyrektorów najważniejszych linii biznesowych (R3). Wysoki profesjonalizm kadry zarządzającej sprzyja podejmowaniu lepszych decyzji w przedsiębiorstwie, co powinno przekładać się na wyższe wyceny w przeszłości.

Kolejnym czynnikiem brany pod uwagę był stopień implementacji dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Według rozmówców, ich stosowanie sprzyja stabilności i przewidywalności wyników finansowych przedsiębiorstwa. Zauważa się też prawidłowość, że spółki, które osiągają wysoką wartość wewnętrzną w analizie fundamentalnej, zazwyczaj nie mają problemów ze stosowaniem dobrych praktyk ładu korporacyjnego (R5).

Inne czynniki analizowane w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej, to m.in. brak akcji uprzywilejowanych, które zapewniają ich właścicielom niestandardowe prawa, takie jak większą liczbę głosów, wyższe dywidendy lub uprzywilejowaną pozycję w czasie likwidacji spółki.

Dwóch rozmówców (R4, R5) przyznało również, że śledzi kroki podejmowane przez konkurencję. Dotyczy to w szczególności OFE, które do niedawna rozliczane były na podstawie benchmarku rynkowego. Wyniki te są publikowane, co sprawia, że część funduszy (nie tylko tych najmniejszych) analizuje decyzje inwestycyjne konkurentów, najczęściej największych funduszy i rozważa je.

Następny czynnik brany pod uwagę to dywidendy – wypłacanie dywidend sprawia, że fundusze mają dopływ dodatkowych płynnych środków pieniężnych. Jasna polityka dywidendy danej spółki zapewnia większą przewidywalność inwestorowi instytucjonalnemu (R1).

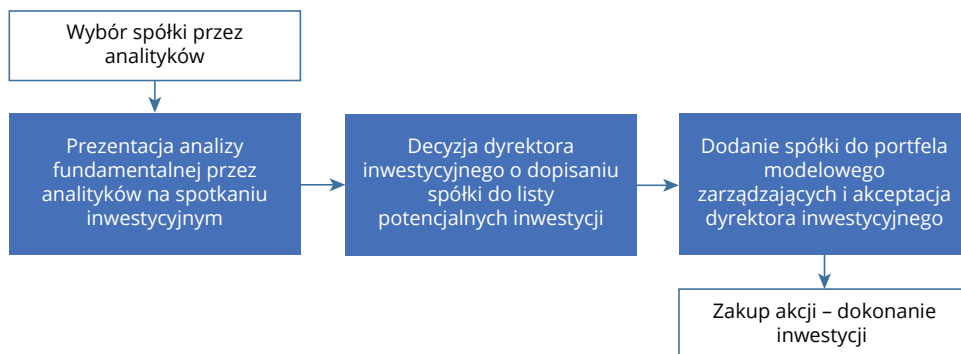
Przedstawiciel jednego z największych funduszy emerytalnych (R1) wskazał, że istotna jest dla niego obecność niezależnych członków rady nadzorczej oraz możliwość zgłaszania kandydatów. Zarekomendowana i wybrana osoba ma bezpośredni kontakt z przedsiębiorstwem i może wpływać na decyzje w spółce. Zaufanie do profesjonalizmu takiej osoby sprawia, że inwestor instytucjonalny może efektywniej wykonywać funkcję nadzorczą. Dotyczy to jedynie dużych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, które są w stanie nabyć znaczący pakiet akcji i mieć realną możliwość umieszczenia swojego kandydata w radzie nadzorczej.

Ostatni z wymienionych czynników to analiza techniczna. Trzech rozmówców przyznało, że ma ona znaczenie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Podkreślali oni, że jest ona jednak na ostatnim miejscu wśród wszystkich czynników branych pod uwagę (R2, R7). Rzadko ma kluczowe znaczenie (R6).

Proces podejmowania decyzji inwestycyjnej jest zazwyczaj sformalizowany. Przykład zaprezentowany przez jednego z rozmówców (R4) przedstawiono na rysunku 13. Zakup akcji danej spółki wymaga tam nie tylko uzasadnienia w czasie spotkania inwestycyjnego, ale również aprobaty członka zarządu ds. inwestycji (dyrektora inwestycyjnego) oraz modyfikacji portfela modelowego, co również musi zostać zaakceptowane przez dyrektora inwestycyjnego. Podobną formę przyjmuje on u innych, gdzie w procesie akceptacji decyzji uczestniczy dodatkowo jeszcze np. członek zarządu funduszu ds. ryzyka (R1). Zdarza się jednak, że to zarządzający są samodzielnie odpowiedzialni za podejmowaną decyzję i nie jest konieczne zatwierdzenie jej na wyższych szczeblach. Wtedy jedynie w przypadku większych pakietów decyzja, np. udział w wezwaniu, gdzie fundusz posiada ponad 5% akcji spółki, podejmowana jest w czasie zebrania komitetu inwestycyjnego (R6). Trudno

zatem stwierdzić, czy istnieje ogólna reguła dotycząca procesu podejmowania decyzji inwestycyjnej w polskich funduszach.

Rysunek 13. Etapy podejmowania decyzji inwestycyjnej w dużym polskim funduszu emerytalnym



Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując, niewątpliwie najważniejszą rolę w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej pełni analiza fundamentalna – przedstawiciele wszystkich funduszy byli zgodni. Drugim najważniejszym czynnikiem okazały się kompetencje osób w zarządzie, uczciwość i przestrzeganie dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Ponadto proces podejmowania decyzji inwestycyjnej w funduszach na polskim rynku nie jest jednolity pod względem sformalizowania.

4.4.4. Charakterystyka form zaangażowania w nadzór nad spółkami

Po podjęciu decyzji i nabyciu papierów wartościowych inwestorzy instytucjonalni mogą zaangażować się w nadzór nad spółką. Wynika to z szeregu praw wynikających z własności, przede wszystkim praw korporacyjnych (opisanych w rozdziale 3.2.2.2)⁵⁰⁵.

Najwięksi inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza fundusze emerytalne – np. PZU OFE, ING OFE – publikują na swoich stronach internetowych zasady ładu korporacyjnego w odniesieniu do spółek portfelowych. Przykładowy dokument został scharakteryzowany w rozdziale 3.3.4.2.

⁵⁰⁵ A. Adamska, op.cit., s. 37–40.

Polscy inwestorzy instytucjonalni w znakomitej większości zarządzają portfelami aktywnie, zatem nie wskazywali oni zależności pomiędzy typem funduszu (aktywny/pasywny) a aktywnością. Przedstawiciele dwóch funduszy, gdzie część aktywów jest zarządzana pasywnie, stwierdzili, że w tej kwestii bardziej skupiają się na spółkach z portfela zarządzanego aktywnie (R7, R8).

Z przeprowadzonych wywiadów wynika również, że polscy inwestorzy instytucjonalni bardziej interesują się spółkami z siedzibami w Polsce. Uzasadniają to m.in. wyższym udziałem w akcjonariacie i dzięki temu potencjalnie większymi możliwościami wpływu na decyzje podejmowane w spółce. Około 20% udziału w akcjonariacie pozwala na kontrolę nad spółką, co przejawia się np. w możliwości blokowania uchwał na WZA. Natomiast udział powyżej 5% w akcjonariacie sprawia, że fundusz jest liczącym się akcjonariuszem (R1). Podkreślają też, że w spółkach zagranicznych rzadko są w stanie uzyskać pakiet, który pozwoliłby im na wpływ na spółkę w zadowalającym stopniu. Barię stanowi również konieczność podróżowania lub dodatkowe formalności związane np. z *proxy voting*⁵⁰⁶. Dodatkowym problemem jest odmienny system ładu korporacyjnego, którego zgłębienie byłoby konieczne w celu efektywnego zaangażowania.

Skuteczność zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami nie zawsze jest definiowana przez osiągnięcie bezpośrednich, wymiernych celów krótkookresowych. Często jest ono podejmowane w celu zwrócenia uwagi wszystkich interesariuszy na określone problemy w spółce. Profesjonalni akcjonariusze mniejszościowi dbają zatem o interes wszystkich, również pozostałych drobnych akcjonariuszy oraz swoich klientów, często zachęcając do wspólnego działania w celu osiągnięcia długoterminowych korzyści – sygnalizują pożądany kierunek. Przykładem może być sytuacja, gdy w czasie wezwania cena proponowana przez oferenta jest nieadekwatna do wartości godziwej. Działając pojedynczo lub w grupie, inwestorzy instytucjonalni wykorzystują swoje kompetencje i są w stanie dokonać takiej analizy oraz publicznie ją przedstawić, ostrzegając pozostałych akcjonariuszy przed niekorzystną transakcją (R4). Tym samym ich zaangażowanie przyczynia się do zwiększenia świadomości inwestycyjnej wszystkich uczestników rynku kapitałowego.

Do najważniejszych form zaangażowania inwestorów w nadzór nad spółką, w której posiadają akcje, należą:

- konstruktywny dialog z zarządem oraz radą nadzorczą,
- głosowanie,

⁵⁰⁶ *Proxy voting* umożliwia wykonywanie prawa głosu przez instytucję pośredniczącą.

- wnioski akcjonariuszy,
- lista spółek obserwowanych⁵⁰⁷.

Formy te z perspektywy teoretycznej zostały szczegółowo opisane w rozdziale 2.3.2.3.

4.4.4.1. Konstruktywny dialog z zarządem oraz radą nadzorczą

Konstruktywny dialog z zarządem oraz radą nadzorczą jest formą współpracy pomiędzy akcjonariuszami, czyli właścicielami spółki, a menedżerami. Akcjonariusze, mając prawo wynikające z nabytych akcji, sprawują kontrolę nad zarządem spółki. W polskim systemie ładu korporacyjnego ten nadzór odbywa się formalnie przez powoływanie członków rady nadzorczej, szczególnie tych niezależnych (jak wspomniano w rozdziale 3).

Poza pośrednim wpływem przez niezależnych członków rady nadzorczej inwestorzy instytucjonalni jako właściciele kontaktują się z menedżerami i zarządem spółek, w których mają udziały. Takie zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych wpisuje się w teorię zarządcy, zgodnie z którą powinni oni stanowić grono profesjonalnych doradców, dbających o rozwój spółki i wzrost jej wartości przez współpracę ze wszystkimi organami w spółce. Przedstawiciele funduszy wskazują tę formę zaangażowania jako najbardziej efektywną. Ta forma wpływu odbywa się zazwyczaj w ramach kontaktów w czasie bezpośrednich dwustronnych spotkań biznesowych. Dodatkowo zarządy spółek lub domy maklerskie organizują również telekonferencje dla wszystkich zainteresowanych inwestorów oraz analityków rynkowych, w których przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych chętnie biorą udział. Dotyczy to przede wszystkim małych funduszy, które posiadają stosunkowo niewielkie pakiety akcji danej spółki. Zarząd spółki jest zazwyczaj bardziej otwarty na rozmowy z akcjonariuszami posiadającymi pakiety powyżej 5% akcji. Chęć odbywania osobistych spotkań z przedstawicielami zarządów zależy też od kwestii logistycznych, np. siedziby spółki (R5).

Wszyscy rozmówcy stwierdzili, że rozmowy z zarządami oraz z niezależnymi członkami rady nadzorczej stanowią najchętniej wybieraną i najskuteczniejszą formę zaangażowania w nadzór nad spółkami.

Zarządzający portfelami największych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych spotykają się z niezależnymi członkami rad nadzorczych raz w roku lub raz na pół roku. Częstotliwość tych spotkań zależy od liczby spraw, które fundusz uważa za istotne do omówienia (R4). Mniejsze fundusze odbywają takie spotkania rzadko

⁵⁰⁷ C. Mallin, op.cit., s. 391–408.

lub wcale. Wśród korzyści z takich spotkań wymieniono długookresową orientację i cele oraz dysponowanie dużo szerszą wiedzą o spółce, w tym informacjami poufnymi. Niezależni członkowie rady nadzorczej są również bardziej obiektywni w ocenie sytuacji spółki niż zarząd, który jest powoływany przez akcjonariusza większościowego (R2). Niezależni członkowie rady nadzorczej są zatem naturalnymi partnerami do rozmów dla inwestorów instytucjonalnych, którzy mają również długi horyzont czasowy oraz pragną zdobyć więcej informacji na temat obecnej i przyszłej działalności spółki i ewentualnie wpłynąć na jej kierunek.

Spotkania z członkami zarządu spółek odbywają się dużo częściej. Rozmówcy wskazywali dyrektora finansowego spółki jako osobę, z którą najchętniej się kontaktują. W mniejszych spółkach spotkania odbywają się z prezesem zarządu, natomiast w przypadku dużych spółek alternatywę stanowi dyrektor ds. operacyjnych. Spotkania z członkami zarządu odbywają się średnio raz na pół roku (średnia dla wszystkich rozmówców). Częstotliwość spotkań zależy od wielkości spółki i wartości pakietu, który jest w posiadaniu funduszu. W przypadku spółek dużych spotkania odbywają się co kwartał. Jeżeli natomiast przedsiębiorstwo jest niewielkie, to wystarczająca jest rozmowa raz w roku (R1). Zwykle spotkanie z członkiem zarządu odbywa się po publikacji wyników finansowych spółki (R4). Ponadto zarządzający funduszami często kontaktują się z działem relacji inwestorskich w sprawach organizacyjno-administracyjnych.

Celem dialogu jest stworzenie lub zweryfikowanie własnego poglądu na temat wartości przedsiębiorstwa (R5). Tematyka rozmów z przedstawicielami zarządu i rady nadzorczej koncentruje się głównie wokół obszarów:

1. działalność operacyjna,
2. strategia spółki,
3. sprawy personalne,
4. kwestie finansowe,
5. otoczenie konkurencyjne,
6. problemy reputacji.

Jeden z rozmówców podkreślił, że poruszane są wszystkie tematy z wyjątkiem tych zakazanych w regulacjach rynku kapitałowego (R6).

Główny temat rozmów stanowi działalność operacyjna spółki, czyli realizacja celów biznesowych w ostatnim okresie oraz plany na najbliższy czas (na około rok). Zamierzenia w dłuższym horyzoncie czasowym są elementem strategii przedsiębiorstwa – inwestorzy instytucjonalni interesują się planami ekspansji na nowe rynki, możliwymi przejęciami innych spółek, zbywaniem części biznesów, rozwojem nowych produktów i usług, planami marketingowymi. Chcą również poznać najnowsze trendy rynkowe w danej branży i zrozumieć, co w ich

kontekście planuje zarząd spółki (R5). Ponadto analizowane są poczynania konkurencji i wyniki spółki na jej tle.

W czasie rozmów z przedstawicielami spółki, zwłaszcza z członkami rady nadzorczej, poruszane są również problemy reputacji. Przykład może stanowić sytuacja, kiedy inwestor instytucjonalny zauważa potencjalne nieprawidłowości – nietransparentne transakcje spółki z tzw. *insiderami* (transfer aktywów do akcjonariusza większościowego po cenie niższej niż rynkowa) lub gdy nagle w sprawozdaniu pojawiają się odpisy na straty poniesione na kontraktach, które dotąd uznawano za nieobciążone ryzykiem. W tych przypadkach przedstawiciel funduszu w czasie rozmów stara się wyjaśnić, czy zarząd spółki nie działa na jej szkodę (R4).

Kluczową kwestią dla wszystkich przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych w badaniu są osiągnięte przez spółkę wyniki finansowe w ostatnim okresie. Prowadząc na bieżąco analizę fundamentalną spółek, których akcje posiadają w swoich portfelach, tworzą oni modele prognozujące przyszłe zyski i oczekiwaną wartość akcji. Ewentualne wątpliwości i odchylenia od prognoz analitycznych są wyjaśniane w czasie spotkań z członkami zarządów (w szczególności ds. finansowych). Dyskutuje się również zamierzenia i prognozy spółki na najbliższe okresy, co pozwala zarządzającym lepiej przewidywać kształtowanie się wartości akcji i portfela oraz planować dywersyfikację.

W rozmowach z niezależnymi członkami rady nadzorczej przede wszystkim są podejmowane sprawy personalne (R1). Jeżeli ze spółki odchodzi osoba pełniąca wysokie stanowisko, przedstawiciel funduszu stara się omówić plany i dalsze kroki, mające na celu zapewnienie stabilności w spółce (R3). Dotyczy to zarówno zarządu, jak i najważniejszych menedżerów w liniach biznesowych.

Pewną barierę dla skuteczności działania stanowi fakt, że inwestorzy instytucjonalni, działający w Polsce, rzadko są w stanie porozumieć się między sobą w sprawie jednolitych rekomendacji dla danej spółki. Rozmówcy są przekonani, że mogliby osiągnąć dużo więcej, gdyby grupa inwestorów instytucjonalnych była bardziej „zgrana” (R1). Działanie we wspólnie obranym kierunku byłoby korzystne zarówno dla spółki, która otrzymywałaby jednolity komunikat od rynku, jak i dla inwestorów, których głos byłby wysłuchiwany, a rekomendacje wdrażane. Przeszkodę stanowi obawa inwestorów przed posądeniem o zмовę.

Inwestorzy instytucjonalni (finansowi) stanowią grono cenionych doradców dla spółek, gdyż zajmują się profesjonalną oceną działalności przedsiębiorstw, znają rynek i otoczenie konkurencyjne przedsiębiorstwa i zależy im na budowaniu wartości spółki. To aktywne i profesjonalne działanie może przyczynić się również do potencjalnego łagodzenia konfliktu agencji pomiędzy wszystkimi akcjonariuszami a menedżerami w spółce przez bezpośredni monitoring ich poczynania.

Podsumowując, zarządzający funduszami emerytalnymi i inwestycyjnymi w Polsce są przekonani o wysokiej skuteczności bezpośrednich rozmów z zarządem i radą nadzorczą. Spotkania pozwalają im zarówno na zdobycie informacji o działalności i planach spółki, jak i przekazanie swoich uwag i rekomendacji na przyszłość.

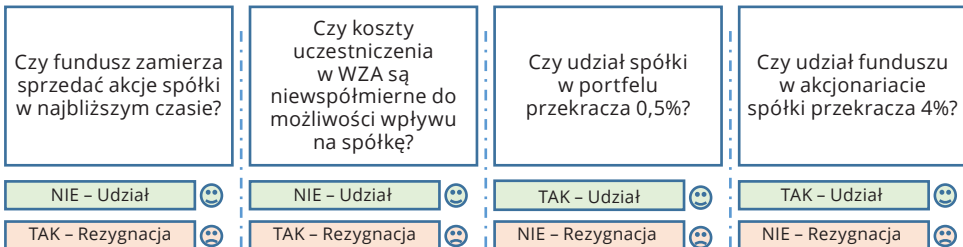
4.4.4.2. Głosowanie na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy

Głosowanie na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy jest prawem każdego akcjonariusza. Inwestorzy instytucjonalni w imieniu osób fizycznych i instytucji wykonują prawo wynikające z posiadanych akcji w spółkach przez m.in. udział i głosowanie na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy (WZA). Uchwały podejmowane przez WZA dotyczą obszarów strukturalnych spółki i akcjonariuszy, autoryzacyjnych (pozwolenie dla zarządu na wykonanie określonych kroków) oraz personalnych (wybór organów spółki)⁵⁰⁸.

Głosowanie na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy jest uważane za skuteczną formę zaangażowania w zarządzanie spółkami, w których inwestorzy instytucjonalni posiadają akcje. Wszyscy rozmówcy zgodnie twierdzili, że uczestniczą w WZA.

Przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych biorą udział w WZA. Poziom zaangażowania jest jednak zależny od wielkości udziałów, które posiadają w spółkach. Pakiet 10% w strukturze własności osiągać jedynie największe podmioty na rynku. Daje on realny wpływ na podejmowane decyzje w czasie WZA, a zatem taki inwestor instytucjonalny zawsze bierze w nim udział, gdyż uważa, że jest to jego obowiązek jako aktywnego akcjonariusza, który może wywierać realny wpływ na spółkę (R1). Mniejsze fundusze widzą tę granicę na poziomie 5% lub 7% (R5, R8). Jeden z rozmówców przedstawił natomiast sformalizowany proces decyzji o udziale w WZA (R4), który został przedstawiony na rysunku 14.

Rysunek 14. Proces decyzyjny w funduszu emerytalnym w kwestii udziału w WZA



Źródło: opracowanie własne.

⁵⁰⁸ K. Opustil, op.cit., s. 521.

Odpowiedź wskazująca na rezygnację na co najmniej jedno z wspomnianych pytań powoduje, że przedstawiciel funduszu nie bierze udziału w WZA. Przykładowo w związku z wysokimi kosztami udziału w WZA zagranicą i często niskim udziałem w akcjonariatach tych spółek, fundusz nie jest zainteresowany uczestnictwem w zgromadzeniach akcjonariuszy spółek zlokalizowanych poza Polską (R4). Inny z rozmówców wskazał, że udział w akcjonariacie poniżej 0,5% sprawia, że zarządzający jest zwolniony z zaangażowania w nadzór nad spółką, natomiast udział powyżej 3% obliguje go do uczestniczenia w WZA. W innych przypadkach decyzja zależy od tego, czy ewentualny udział wpłynie na lepsze zabezpieczenie interesów funduszu (R2).

Ponadto z przeprowadzonych wywiadów wynika zależność – wyższa suma aktywów inwestora instytucjonalnego sprzyja większemu zainteresowaniu uczestniczeniem w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, co pokazuje tabela 14.

Tabela 14. Deklarowany udział funduszy w WZA w poprzednim roku

Rozmówca/aktywa funduszu [w mld złotych]	Liczba WZA, w których fundusz uczestniczył w poprzednim roku	Procent spółek z portfela, w których WZA uczestniczono [w %]
R1 / >30	Około 100	Około 20
R2 / >30	Około 150	50-60
R3 / <20	Kilkadziesiąt	Około 33
R4 / >20	Około 200	Około 80
R5 / >7	10-15	Około 10
R6 / <6	7-10	Około 15
R7 / <5	Około 5	Brak danych
R8 / <3	1	Około 2

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawiciele największych funduszy uczestniczą w od kilkudziesięciu do ponad 200 WZA rocznie (od 20% do 80% spółek z portfela), natomiast przedstawiciel najmniejszego funduszu zadeklarował, że brał udział jedynie w jednym WZA w ostatnim roku (co stanowi jedynie 2% spółek z jego portfela). Na podstawie danych zawartych w tabeli 14 widać zależność, że większe podmioty (pod względem sumy aktywów) biorą udział w procentowo większej liczbie WZA⁵⁰⁹.

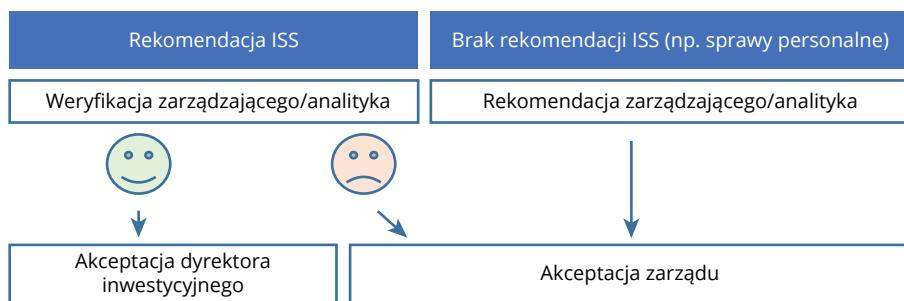
W zależności od wielkości funduszu zarządzający albo sami zajmują się organizacją uczestnictwa w WZA, albo wspiera ich wydzielony dział w firmie. Przedstawiciel największego funduszu emerytalnego (R1) zadeklarował, że w strukturach

⁵⁰⁹ Próba jest zbyt mała, aby przeprowadzić wiarygodną analizę statystyczną.

znajduje się jednostka dwuosobowa o profilu prawnym, która zajmuje się przetwarzaniem dokumentów związanych z WZA. Zarządzający portfelem, który specjalizuje się w danej branży, otrzymuje informacje o planowanych najważniejszych postanowieniach WZA i opiniuje je od strony biznesowej. Jeżeli analizowane kwestie są skomplikowane (np. programy motywacyjne, dywidendy), to konieczne jest uzyskanie aprobaty decyzji od członka zarządu ds. inwestycji. Podobnie w innym dużym funduszu emerytalnym działa biuro księgowo-finansowe, którego zadaniem jest wstępne przygotowanie do WZA (blokady, instrukcje formalne). Ponadto fundusz ten korzysta z usług ISS (Institutional Shareholder Services), czyli spółki świadczącej usługi m.in. w zakresie analiz i przygotowania rekomendacji dotyczących głosowań na walnych zgromadzeniach oraz usług *corporate governance*. Fundusz zdecydował się podpisać umowę z tą firmą ze względu na zbieżność celów: rekomendacje wydawane przez ISS mają prowadzić „w efekcie końcowym do zwiększenia wartości spółki dla akcjonariusza” (R4).

Proces związany z uczestnictwem w WZA w tym funduszu (R4) został przedstawiony na rysunku 15.

Rysunek 15. Proces przygotowywania rekomendacji na WZA w funduszu emerytalnym



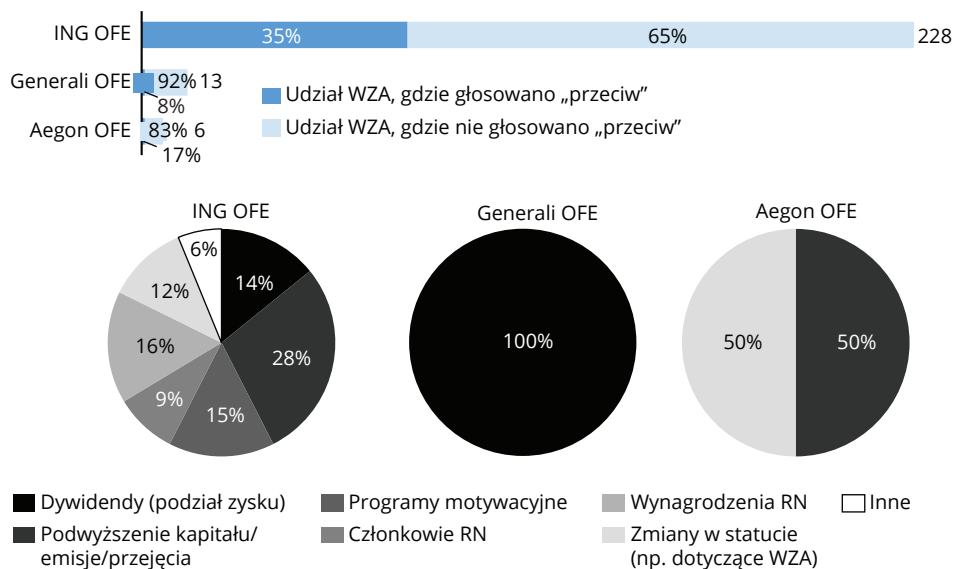
Źródło: opracowanie własne.

Natomiast w pozostałych podmiotach zarządzający bezpośrednio są zaangażowani w organizację uczestnictwa w Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy i przygotowują się samodzielnie. Zasięgają opinii analityków sektorowych i często przedstawiają swoje rekomendacje dla spółek w czasie zebrań komitetów inwestycyjnych (R2). Jeżeli program WZA nie przewiduje dyskusji o kwestiach strategicznych dla spółki, to fundusz najczęściej reprezentują pełnomocnicy (np. z biura prawnego), którzy wykonują wcześniej przygotowane i zatwierdzone instrukcje (R3).

Fundusze emerytalne w Polsce publikują sprawozdania z głosowań w czasie WZA spółek portfelowych, w których uczestniczyli. Na rysunku 16 została

przedstawiona analiza tych dokumentów dla trzech funduszy: dużego funduszu ING OFE oraz mniejszych: Generali OFE oraz Aegon OFE za rok 2015.

Rysunek 16. Liczba WZA, w których przedstawiciel funduszu uczestniczył, i udział WZA, w czasie których głosował co najmniej raz „przeciw”; tematyka głosowania „przeciw”



Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych ING OFE, Generali OFE i Aegon OFE.

Zgodnie z wnioskami z rozmów z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych powyższa analiza potwierdza, że największy fundusz OFE uczestniczył w 2015 roku jednoznacznie w największej liczbie WZA (228). Natomiast podmioty mniejsze rzadko zgłaszały się do udziału w WZA. Największy fundusz również aktywnie głosował „przeciw” proponowanym uchwałom w czasie 80 WZA w 2015 roku. W sumie sprzeciwił się 125 razy – najczęściej w kwestii podwyższenia kapitału/emisji akcji, warrantów, obligacji/przejęć. Kolejnymi tematami, które budziły kontrowersje, były: wynagrodzenia członków rady nadzorczej, programy motywacyjne dla zarządów oraz dywidendy. W przypadku każdego z obu przeanalizowanych małych funduszy głosowanie „przeciw” odbyło się jedynie podczas jednego WZA.

Podsumowując, inwestorzy instytucjonalni (finansowi) w Polsce są zainteresowani udziałem w WZA, jednak są też świadomi ograniczeń i niewielkiej roli jaką odgrywają jako akcjonariusze mniejszościowi w głosowaniach. Większy udział w strukturze własności sprawia, że chętniej angażują się w przygotowanie i udział w WZA.

4.4.4.3. Składanie wniosków na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy

Będąc właścicielami spółki, akcjonariusze mają prawo składania wniosków (projektów uchwał) w czasie Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Przedstawiane wnioski są następnie poddawane pod głosowanie.

Rozmówcy uznali wnioski składane na WZA za umiarkowanie skuteczną formę wpływu nadzorczego na spółkę, w której mają akcje. Szczególnie przedstawiciele funduszy zarządzających większymi sumami aktywów wymieniają tę formę wśród umiarkowanie skutecznych. Mniejsze fundusze nie wymieniają jej wcale lub uznają za najmniej skuteczną.

Największe fundusze składają po kilkanaście wniosków rocznie. Mniejsze robią to rzadziej lub wcale. Liczbę wniosków oraz ich tematykę przedstawiono w tabeli 15.

Tabela 15. Wnioski zgłaszane przez fundusze na WZA w ostatnim roku

Rozmówca/aktywa funduszu [w mld złotych]	Liczba zgłoszonych wniosków	Tematyka
R1 / >30	Tak - kilkanaście	Podział zysku, członkowie RN
R2 / >30	Tak - kilkanaście	Członkowie RN, wynagrodzenia i programy motywacyjne, przejęcia/zbywanie części spółki
R3 / <20	Rzadko - często konsultacje programu WZA	Podział zysku, członkowie RN
R4 / >20	Tak - kilkanaście (do około 20)	Podział zysku, członkowie RN, emisje akcji/przejęcia, programy motywacyjne
R5 / >7	Tak - poniżej 5	Członkowie RN
R6 / <6	Tak - 3	Sprawy personalne, strategia
R7 / <5	Tak - 3-5	Członkowie RN
R8 / <3	Nie - 0	-

Źródło: opracowanie własne.

Tematyka składanych wniosków jest różnorodna. Najczęściej dotyczy ona następujących obszarów:

1. kandydatury członków rady nadzorczej,
2. podziału zysku/dywidend,
3. wynagrodzenia i programów motywacyjnych,
4. strategii spółki: przejęć, emisji akcji, zbywania części spółki.

W przypadku najczęściej wymienianej tematyki, czyli chęci zgłoszenia kandydata na członka rady nadzorczej, przedstawiciele funduszu poszukują odpowiedniej osoby i przeprowadzają z nią wstępną rozmowę przed ostateczną decyzją

o zgłoszeniu wniosku. Działanie to jest skuteczne, jeżeli fundusz posiada znaczny pakiet akcji (około 5%) oraz może liczyć na poparcie innych inwestorów instytucjonalnych, a ewentualny akcjonariusz dominujący w spółce jest przychylnie nastawiony do obecności takiej osoby w radzie nadzorczej. Z doświadczenia takiej osoby w radzie nadzorczej mogą skorzystać przede wszystkim małe wzrostowe spółki. Zwykle w około połowie spółek, gdzie fundusz posiada około 5% akcji, udaje się przegłosować taki wniosek w czasie WZA (R5).

Ponadto inwestorzy instytucjonalni składają wnioski, jeżeli uważają, że dany temat jest dla nich ważny (np. wysokość dywidendy, wykup akcji w celu ich umorzenia, emisje akcji) lub dla budowania wartości spółki (np. programy motywacyjne dla menedżerów).

Przykładowo w 2017 roku OFE PZU składał wnioski z propozycją wypłaty wyższej dywidendy w spółkach Netia oraz Elektrobudowa. W tej pierwszej jego przedstawicielom udało się przekonać akcjonariusza większościowego do poparcia tego wniosku (mimo sprzeciwu niektórych funduszy – np. funduszu hedgingowego Sisu Capital) i ostatecznie akcjonariusze uzyskali wypłatę z zysku o 52% wyższą niż wnioskował zarząd spółki. Swoje działania OFE PZU motywował faktem, że Netia w 2016 roku osiągnęła wysoki zysk, dysponowała dużym zasobem gotówki, a zadłużenie było wyjątkowo niskie. Otwarty Fundusz Emerytalny PZU był natomiast znaczącym akcjonariuszem z udziałem na poziomie 10%⁵¹⁰.

Składanie wniosków jest uzasadnione w przypadku dużych inwestorów instytucjonalnych ze względu na znaczące pakiety akcji, które przekładają się na siłę głosu na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy. Dzięki temu wysiłek wkładany w przygotowanie wniosku jest opłacalny. Przedstawiciel funduszu ma trudność, aby przewidzieć zachowanie innych inwestorów, więc przygotowuje projekt tylko wtedy, kiedy uważa, że ma szansę na powodzenie. Ponadto nie chce być posądzony o zмовę, więc zwykle nie jest bardzo aktywny w namawianiu innych uczestników WZA do poparcia wniosku (R1). Część funduszy skupia się na opiniowaniu wniosków i uchwał przygotowanych przez innych akcjonariuszy i spółkę przed WZA, zwłaszcza gdy posiadają małe pakiety akcji w danej spółce (R3).

Podsumowując, jedynie największe podmioty na rynku kapitałowym, które dysponują znacznymi pakietami akcji, przygotowują wnioski na WZA. Fundusze zarządzające mniejszymi portfelami są sporadycznie aktywne w tym obszarze.

⁵¹⁰ „Puls Biznesu”, *OFE PZU walczy o dywidendy*, 24.04.2017.

4.4.4.4. Inne formy zaangażowania

Pozostałe możliwe formy zaangażowania, o które rozmówcy zostali zapytani w czasie pogłębionych wywiadów, to:

1. wypowiedzi w prasie/listy otwarte,
2. przemówienia na WZA,
3. listy spółek obserwowanych.

Wszystkie te formy zostały uznane za mało skuteczne.

Przemówienia na WZA nie są przyjęte w Polsce. Przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych nie widzą korzyści z publicznego oceniania spółki i zwracania uwagi na istotne kwestie (np. biznesowe, finansowe). Jedyne czasami w trakcie WZA wywiązuje się dyskusja i wtedy przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych spontanicznie mogą wypowiedzieć swoje zdanie na określone tematy.

Wypowiedzi w prasie są rzadkie. Jedyne w kontekście wezwań na akcje uważane są za ważne i mające wpływ na spółkę. Podczas wezwania na akcje fundusz, który posiada znaczny pakiet, ma możliwość, przez publikacje w prasie, wpłynąć na działanie innych akcjonariuszy. Dotyczy to przede wszystkim sytuacji, gdy proponowana cena jest za niska – wtedy taka publikacja ma na celu przestrzeżenie innych akcjonariuszy i wymuszenie podniesienia jej przez oferenta. Takie działanie jest skuteczne, gdy akcjonariat jest rozdrobniony (R2).

Przykładem może być sytuacja z 2015 roku⁵¹¹, kiedy cztery OFE: Nordea, PZU, Aviva i ING zawarły umowę w zakresie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych na wezwaniu dotyczącym spółki Global City Holdings. W sumie OFE posiadały wtedy około 30% akcji spółki. Główne zarzuty, wymienione w komunikacie prasowym, to omińnięcie procedury głosowania nad wycofaniem spółki z GPW w czasie WZA (wymóg zgody posiadaczy 80% akcji) oraz zbyt niska cena – poniżej wartości fundamentalnej, która narażałaby fundusze na straty, a docelowo ich klientów. Wystosowane oświadczenie oraz późniejsze negocjacje z akcjonariuszem większościowym sprawiły, że odbyło się odpowiednie głosowanie w czasie nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, a cenę podniesiono o 20%, do poziomu najwyższego w historii notowań spółki na GPW. Przedstawiony przykład potwierdza, że wypowiedzi w prasie, mimo że rzadko stosowane, mogą być skuteczną formą nadzoru nad spółką, a rola inwestorów instytucjonalnych w rozwoju rynku kapitałowego oraz systemu ładu korporacyjnego w Polsce, w tym przypadku w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, jest znacząca.

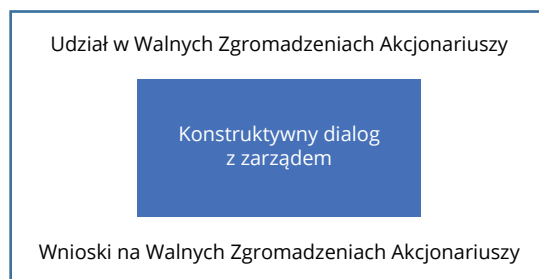
⁵¹¹ ISB news, *OFE przeciwne proponowanym warunkom wycofania Global City Holdings z GPW*, 10.03.2015; *analizy.pl, OFE podsumowują wycofanie Global City Holdings z GPW*, 9.06.2015.

Listy spółek obserwowanych⁵¹², które w literaturze amerykańskiej uważane są za istotną formę zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, w Polsce są nieznaną wśród ich przedstawicieli. Każdy rozmówca wyraził zdziwienie, gdy został zapytany o tę formę. Jeden z nich stwierdził, że byłoby to niezgodne z wytycznymi KNF dotyczącymi tajemnicy związanej z posiadanym portfelem inwestycyjnym (R4).

4.4.4.5. Podsumowanie

Główną formą zaangażowania inwestorów instytucjonalnych (finansowych) w nadzór nad spółkami w Polsce jest konstruktywny dialog z zarządem. Uważany jest on również za najbardziej skuteczny, chociaż jest nieformalnym sposobem wywierania wpływu na spółkę. Rozmówcy deklarowali również udział (i ewentualnie wnioski) w WZA jako powszechnie wykorzystywane narzędzie (rysunek 17). Pozostałe formy są sporadyczne (wypowiedzi w prasie) lub w ogóle nie są stosowane.

Rysunek 17. Formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych (finansowych) w Polsce



Źródło: opracowanie własne.

⁵¹² Lista spółek, których działalność jest negatywnie oceniana przez zarządzającego i dla których rekomendowane są działania naprawcze.

4.4.5. Motywacja inwestorów instytucjonalnych (finansowych)

4.4.5.1. Motywacja do zaangażowania

Angażując się w nadzór korporacyjny, inwestorzy instytucjonalni kierują się różnorodnymi motywacjami.

Z przeprowadzonych rozmów z przedstawicielami ośmiu podmiotów wynika, że wśród głównych motorów zaangażowania znajduje się etyka zawodowa. Inwestorzy instytucjonalni czują wewnętrzny obowiązek sprawowania kontroli właścicielskiej w celu pełnego reprezentowania interesów swoich klientów, przyczyniania się do większej przejrzystości rynku, ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz zapewnienia stabilności oczekiwań wobec spółki, np. w zakresie dywidend (R4, R7). Uważają, że pozostali akcjonariusze oraz zarząd spółek oczekuje od nich profesjonalnego zaangażowania i wykorzystania wiedzy oraz doświadczenia – dzielenia się opiniami na temat poczynień menedżerów w spółce. Władze spółki wolą otrzymać negatywne uwagi od przedstawiciela funduszu w czasie spotkania niż mierzyć się z wyprzedająą akcją (R8).

Kolejna motywacja zarządzających związana jest z celem działania funduszy inwestycyjnych i emerytalnych – osiągnięcie jak najwyższych stóp zwrotu z inwestycji. Podejmując decyzję inwestycyjną, zarządzający spodziewa się, że ceny akcji, które kupuje, wzrosną. Niemal wszyscy rozmówcy uważają, że ich zaangażowanie w nadzór nad spółką przez spotkania z zarządem, radą nadzorczą oraz udział w Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy wpływa na wzrost wartości spółki, a tym samym przyczynia się do wyższych cen akcji i wyższych stóp zwrotu. Motywacja jest tym większa, im inwestor instytucjonalny posiada wyższy pakiet w akcjonariacie spółki. Przy znaczącej ekspozycji wzrasta prawdopodobieństwo, że np. proponowany kandydat do rady nadzorczej zostanie zaakceptowany na WZA, zatem fundusz ma większą motywację do złożenia stosownego wniosku (R5).

Pozostałe czynniki motywujące zarządzających do aktywności w akcjonariacie, które zostały wspomniane przez pojedynczych rozmówców (z największych funduszy), to:

1. przejrzystość w zakresie ładu korporacyjnego w spółce ogranicza całkowite ryzyko związane z inwestycją (R3);
2. zaangażowanie, w tym składanie wniosków na WZA, jest ujęte w celach rocznych pracowników na stanowisku zarządzającego portfelem akcji (R1);
3. potencjalnie wyższe wynagrodzenia dla zarządzających, związane z lepszymi wynikami na tle konkurencji – bonusy dla zarządzających portfelami

są uzależnione od osiągnięcia wyższych stóp zwrotu niż benchmark, a na to pośrednio wpływa zaangażowanie w nadzór (R2, R4);

4. promocja w mediach – mimo że zdaniem rozmówcy grono odbiorców takich komunikatów jest ograniczone (R2).

Podsumowując, motywacja do zaangażowania inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy mniejszościowych ma swoje źródło zarówno w wewnętrznym poczuciu obowiązku nadzoru i dzielenia się wiedzą z zarządami i radami nadzorczymi, jak również w chęci osiągnięcia jak największych zysków z zainwestowanego kapitału, a także osobistych korzyści.

4.4.5.2. Motywacja braku zaangażowania

Pomimo deklarowanego aktywnego zaangażowania w nadzór nad spółkami inwestorzy instytucjonalni wyrażają również zniechęcenie do tego typu aktywności.

Wszyscy rozmówcy wskazywali, że nakład pracy związany z przygotowaniem i przeprowadzeniem rozmów z członkami zarządów i rad nadzorczych oraz aktywnym udziałem w WZA jest nieproporcjonalny do osiągniętych zysków. Problem stanowi niemierzalność wkładu aktywnego inwestora instytucjonalnego w poprawę wyników finansowych i biznesowych w spółkach – trudno ocenić, czy i jak konkretne działania przekładają się na lepsze wyniki spółki (R1). Im mniejszy pakiet akcji ma inwestor, tym nieproporcjonalność nakładów w stosunku do potencjalnych korzyści wzrasta i demotywuje do zaangażowania (R5). Inwestorzy instytucjonalni twierdzą, że kupując papiery wartościowe danej spółki, oczekują, „że spółka będzie dla nich pracować, a nie oni dla niej” (R7).

Typowa struktura własności na polskim rynku kapitałowym również stanowi utrudnienie w działalności inwestorów instytucjonalnych. Dominujący akcjonariusz nie zawsze jest przychylny i respektuje prawa inwestorów instytucjonalnych obecnych w akcjonariacie. W przypadku takiej niechęci (np. blokowanie kandydata funduszy na członka rady nadzorczej) ich wpływ na spółkę jest znikomy (R4).

Dodatkową przeszkodą do wywierania większego wpływu na działalność spółki jest brak koordynacji wśród akcjonariuszy mniejszościowych. Często obserwowany jest brak porozumienia między inwestorami w danej sprawie, co osłabia siłę akcjonariatu mniejszościowego (R2). Najczęściej fundusze są w stanie porozumieć się jedynie w przypadku najważniejszych kwestii – wyboru członka rady nadzorczej, wezwań (wspólne negocjowanie ceny akcji), często dzięki możliwości głosowania grupami⁵¹³.

⁵¹³ Możliwość głosowania grupami wpisana jest do Kodeksu spółek handlowych. Może ono być przeprowadzone na wniosek akcjonariuszy reprezentujących co najmniej jedną piątą kapitału

W pozostałych sprawach jest to ograniczone prawnie (R5). Zgodność w działaniu i wspólna wizja dla spółki przedstawiana przez właścicieli pakietów mniejszościowych wywierałaby jednolitą presję na organy zarządcze i nadzorcze. Mierzenie efektywności działania byłoby wtedy łatwiejsze.

Żaden z rozmówców nie deklaruował obaw związanych z własnym wizerunkiem i ewentualnym pogorszeniem relacji w środowisku biznesowym, co mogłoby być efektem publicznej krytyki władz spółek portfelowych.

Jeden z rozmówców wspominał natomiast, że nieefektywność systemu ładu korporacyjnego, taka jak brak realnego wpływu na spółkę, dominacja akcjonariusza większościowego, zaniedbywanie akcjonariuszy mniejszościowych, w Polsce stanowi barierę do aktywniejszego zaangażowania funduszy inwestycyjnych i emerytalnych (R2).

Podsumowując, stosunkowo duży nakład pracy i niemierzalność efektów oraz niska transparentność są głównymi czynnikami zniechęcającymi inwestorów instytucjonalnych do zaangażowania w działalność spółek, w których posiadają akcje.

4.4.6. Ład korporacyjny a zaangażowanie inwestorów

W Polsce system ładu korporacyjnego jest opiera się na wielu dokumentach prawnych i rekomendacji, w tym „Dobrych Praktykach Ładu Korporacyjnego Spółek Notowanych na GPW”. Dla inwestorów instytucjonalnych stosowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego nie jest obojętne – zwracają oni szczególną uwagę na ten element na różnych etapach zainteresowania i obecności w spółce.

Wszyscy rozmówcy stwierdzili, że ład korporacyjny jest analizowany przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Zdarza się to zwłaszcza wtedy, gdy pewne podejrzenia zarządzającego budzi niska wycena akcji. Może to być spowodowane brakiem przestrzegania praw akcjonariuszy mniejszościowych i działaniem akcjonariusza większościowego na niekorzyść spółki, zatem konieczne jest przeanalizowanie stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego (R1). Taka postawa jest tym bardziej uzasadniona, że zarządzający portfelami często szukają okazji i możliwości zakupu papierów wartościowych, które są wyceniane poniżej ich wartości fundamentalnej. Poza ewidentnym naruszeniem dobrych praktyk zarządzający twierdzą, że stabilny ład korporacyjny zapewnia większą przewidywalność działania i wyników spółki oraz lepsze zarządy (R8).

zakładowego. W praktyce posiadacze np. 21% akcji mają zagwarantowane wprowadzenie do pięciorosobowej rady jednego przedstawiciela.

Analiza ładu korporacyjnego jest szczególnie ważna w przypadku małych spółek, których akcje charakteryzują się niską płynnością. Ewentualne problemy w spółce, wynikające z ignorowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego, mogą powodować trudności w zbyciu tych papierów wartościowych i nieosiągnięcie zakładanego zysku z inwestycji (R1).

Od stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego uzależniony jest również horyzont czasowy inwestycji. Zastrzeżenia odnośnie ładu korporacyjnego mogą wpłynąć na jego skrócenie i sprzedaż walorów przy najbliższej nadarzającej się okazji (R1). Szybka sprzedaż akcji może być następstwem nieuczciwego działania organów spółki. Przykładowo spółka Solar celowo przekazywała inwestorom zafałszowaną informację dotyczącą sytuacji finansowej (np. jeden z kluczowych podmiotów w grupie kapitałowej nie był skonsolidowany w sprawozdaniu finansowym), co spotkało się z niezadowolaniem akcjonariuszy mniejszościowych, żądaniem zwołania nadzwyczajnego WZA, wyprzedają akcji oraz karą nałożoną przez KNF (R2).

Niemal wszyscy rozmówcy wspominali też, że jakość ładu korporacyjnego decyduje o ich skłonności do zaangażowania w rozmowy z zarządem oraz aktywny udział w WZA. Poprawnie działające w jego ramach organy spółki sprawiają, że spada ryzyko inwestycyjne związane z posiadaniem wyemitowanych przez nią papierów wartościowych (R3).

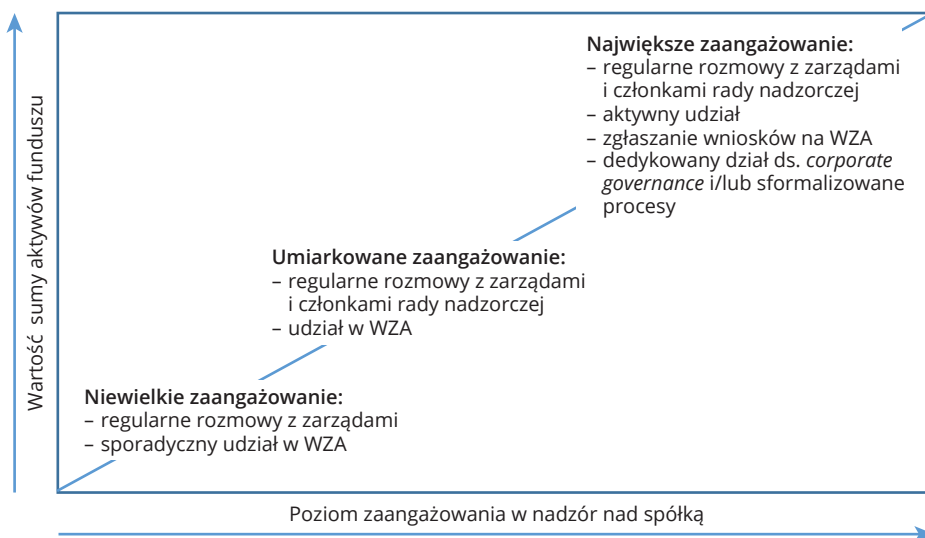
Podsumowując, ład korporacyjny jest uwzględniany we wstępnej analizie spółki na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej. Jeżeli jego jakość budzi wątpliwość zarządzającego, który posiada dane papiery wartościowe w portfelu, to skracany jest horyzont inwestycyjny, a akcje sprzedawane. Niska ocena jakości stosowania ładu korporacyjnego w spółkach zniechęca też do aktywnego zaangażowania w nadzór nad spółką, w której inwestorzy instytucjonalni posiadają akcje.

4.4.7. Model zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w Polsce

Z przeprowadzonych wywiadów z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych w Polsce stworzono wstępny model ich zaangażowania w spółkach, w których posiadają akcje. Został on przygotowany na podstawie uogólnienia (generalizacji) otrzymanych wyników z wywiadów pogłębionych i uzupełnionych o analizę dokumentów i prasy. Uogólnienie zostało przeprowadzone, ponieważ polski rynek kapitałowy i działalność inwestorów instytucjonalnych (finansowych) po przeprowadzeniu badania wydają się dość jednolite.

Model przedstawiony na rysunku 18 zawiera uogólnienie dokonane na podstawie ośmiu wywiadów z przedstawicielami funduszy o orientacji portfelowej. Weryfikacja tego modelu jest polem do dalszego badania i ewentualnego opisanie schematu działania funduszy o orientacji kontrolnej – nastawionej na przejmowanie pakietów większościowych akcji w spółkach (fundusze typu *private equity*).

Rysunek 18. Model zaangażowania inwestorów instytucjonalnych o orientacji portfelowej w Polsce ze względu na wielkość sumy aktywów



Źródło: opracowanie własne.

Z przeprowadzonych rozmów i analiz wyraźnie wynika, że wielkość funduszu jest związana z poziomem zaangażowania w nadzór nad spółkami. Nie zauważono natomiast wyraźnego związku pomiędzy pochodzeniem właściciela pakietu kontrolnego funduszu (krajowy/zagraniczny) a poziomem zaangażowania.

Duże fundusze są najbardziej zaangażowane w nadzór nad spółkami, co przejawia się w:

- częstych spotkaniach z przedstawicielami zarządu i rad nadzorczych (członkowie niezależni);
- zgłoszeniach i regularnym udziale przedstawicieli w WZA (średnio ponad 100 rocznie);
- wydzielonej jednostce organizacyjnej, zajmującej się przygotowaniem do WZA;
- posiadaniu sformalizowanych procesów związanych z głosowaniem w WZA;
- składaniu wniosków na WZA (średnio kilkanaście rocznie);
- zgłaszaniu kandydatów na członków niezależnych rad nadzorczych;

- polityce HR – wpisanie obowiązku składania wniosków na WZA w celach rocznych zarządzających portfelem;
- aktywności na rzecz ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych na polskim rynku kapitałowym.

Głównym czynnikiem wpływającym na tak dużą aktywność jest wysoka suma aktywów, co sprawia, że nabywane udziały w spółkach dają znaczący pakiet w strukturze własności i realny wpływ w procesie nadzoru nad spółką. Ponadto istotne udziały w wielu spółkach powodują efekt skali i opłacalność takiego zaangażowania – np. tworzenie jednostek organizacyjnych dedykowanych WZA. Istotna wydaje się również kultura korporacyjna. Duże fundusze należące do zagranicznych właścicieli przejmują tradycje zachodnioeuropejskie związane z zaangażowaniem nadzorczym. Natomiast fundusze należące do polskich grup kapitałowych nie chcą pozostawać w cieniu i mając duże pakiety w akcjonariacie, przywiązują coraz większą wagę do korzystania ze swoich praw jako właścicieli akcji.

Małe fundusze (pod względem sumy aktywów) są najmniej zaangażowane. Deklarują jedynie:

- spotkania z przedstawicielami zarządów,
- sporadyczne uczestnictwo w WZA.

Niewielkie zaangażowanie małych inwestorów instytucjonalnych (finansowych) wynika z niskiej wartości portfela aktywów, a w rezultacie nieznacznych udziałów tych funduszy w strukturze własności spółek. Koszty zaangażowania są w tym przypadku niewspółmiernie wysokie do ewentualnych korzyści, a często osiągnięcie korzyści jest prawie niemożliwe. Małe fundusze nie widzą więc opłacalności zaangażowania w nadzór nad spółkami, w których mają akcje. Wnioski te dotyczą zarówno funduszy mających polskich, jak i zagranicznych właścicieli.

Podsumowując, przeprowadzone badanie i wstępne uogólnienie pozwala stwierdzić, że wielkość sumy aktywów jest kluczowym czynnikiem, który wpływa na poziom zaangażowania inwestorów instytucjonalnych (finansowych) w nadzór nad spółkami, w których mają akcje.

4.4.8. Podsumowanie

Podsumowując badanie empiryczne na rynku polskim, można stwierdzić, że inwestorzy instytucjonalni (finansowi) są świadomi praw wynikających z posiadania akcji spółek. Jako akcjonariusze mniejszościowi, zagrożeni konfliktem agencji (w szczególności typu II) interesują się ładem korporacyjnym panującym w spółkach i chętnie pełnią w nich rolę doradców zgodnie z teorią zarządcy.

Na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej najważniejsza dla wszystkich rozmówców jest dogłębna analiza fundamentalna, zawierająca nie tylko wyniki i prognozy finansowe, ale również informacje o przewadze konkurencyjnej, otoczeniu biznesowym, strategii. Pozostałe czynniki to uczciwość i kompetencje osób zasiadających w radzie nadzorczej (członkowie niezależni) i w zarządzie oraz stosowanie zasad ładu korporacyjnego. Wśród innych obszarów analizy wymienia się również dywidendy, możliwość zgłaszania członków niezależnych do rady nadzorczej, brak akcji uprzywilejowanych, poczynania konkurencji oraz analizę techniczną (odpowiedź na pytanie badawcze nr 1).

Po nabyciu akcji zarządzający funduszami w Polsce korzystają z praw, jakie daje im ładu korporacyjny i status akcjonariuszy mniejszościowych (odpowiedź na pytanie badawcze nr 2). Najpopularniejszą formą zaangażowania jest konstruktywny dialog z zarządem i radą nadzorczą, odbywający się w formie regularnych nieformalnych spotkań z przedstawicielami zarządu, najczęściej z dyrektorem finansowym lub z niezależnymi członkami rady nadzorczej. Zarządzający funduszami deklarują również udział w WZA oraz zgłaszanie wniosków na WZA. Rzadką formą zaangażowania są listy otwarte i wypowiedzi w prasie, natomiast listy spółek obserwowanych oraz przemówienia na WZA nie są praktykowane w ogóle (odpowiedź na pytanie badawcze nr 3).

Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych (finansowych) nie jest jednolite. Najważniejszymi czynnikami, które motywują do jego podejmowania są wzrost wartości akcji, a zatem wyższe stopy zwrotu z podjętych inwestycji oraz etyka zawodowa i chęć wykorzystania swoich umiejętności do pomocy w osiągnięciu sukcesu spółki. Inne motywy to cele roczne pracowników w tym obszarze, promocja w mediach, wyższe wynagrodzenie, ograniczanie ryzyka inwestycyjnego. Natomiast brak zaangażowania jest najczęściej spowodowany małym pakietem akcji w akcjonariacie, trudnością w określeniu wymiernych korzyści z podejmowanych działań i przekonaniem o nieefektywności kosztowej takiego działania. Również brak koordynacji oraz nieefektywność systemu ładu korporacyjnego nie zachęcają akcjonariuszy mniejszościowych do zaangażowania w nadzór (odpowiedź na pytanie badawcze nr 4).

Stosowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego jest istotne dla zarządzających funduszami. Najpierw pozwala ono na podjęcie właściwej decyzji inwestycyjnej – wątpliwości związane z ładem korporacyjnym, szczególnie w przypadku małych, nie płynnych spółek, mogą skutecznie zniechęcić do inwestycji. Następnie decyduje o horyzoncie czasowym – nieprawidłowości w stosowaniu dobrych praktyk ładu korporacyjnego wprowadzają niepewność i prowadzą do skrócenia horyzontu inwestycyjnego i sprzedaży akcji. Również rozmowy z zarządem

i udział w WZA jest mniej efektywny, gdy dobre praktyki ładu korporacyjnego nie są obecne w spółce (odpowiedź na pytanie badawcze nr 5).

Podsumowując, cel jakościowego badania empirycznego na rynku polskim został osiągnięty oraz otrzymano odpowiedzi na wszystkie pytania badawcze.

W dalszej części przedstawiono charakterystykę działania inwestorów instytucjonalnych na rynku zachodnioeuropejskim.

4.5. Najlepsze praktyki zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Europie Zachodniej – badanie jakościowe

4.5.1. Opis badania

4.5.1.1. Cel badania i pytania badawcze

Badanie będące częścią badania *case study* ma na celu opisanie procesu inwestycyjnego podejmowanego przez inwestorów instytucjonalnych (w rozumieniu przyjętym w tym opracowaniu) w Europie Zachodniej. Ma ono umożliwić zidentyfikowanie form zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje.

Przytoczone wcześniej badania naukowe udowadniają, że często obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie pozytywnie wpływa na postrzeganie i wycenę spółki przez uczestników rynków kapitałowych w Europie Zachodniej. Niniejsze badanie ma na celu określenie, jakie czynniki przyczyniają się do takich wyników badań ilościowych. Dodatkowo pozwoli to na dokonanie porównania z sytuacją na polskim rynku.

Pytania badawcze⁵¹⁴ brzmią:

1. Czy inwestorzy instytucjonalni są aktywni jako akcjonariusze w spółkach w krajach Europy Zachodniej?
2. Jak przejawia się zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje?
3. Jakie są motywy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami?
4. Jakie znaczenie w całym procesie inwestycyjnym ma ład korporacyjny?

⁵¹⁴ Podsumowanie odpowiedzi na te pytania znajduje się w ostatniej części tego podrozdziału.

4.5.1.2. Charakterystyka badania

W przeprowadzonym badaniu przeanalizowano zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w kontekście określonego systemu ładu korporacyjnego. Ze względu na złożony charakter systemów ładu korporacyjnego w krajach Europy Zachodniej nie dokonano jednoznacznej generalizacji. Jednakże przeprowadzone analizy pozwoliły na znalezienie odpowiedzi na postawione powyżej pytania badawcze na podstawie przytoczonych studiów przypadków.

Do analizy zachowania inwestorów instytucjonalnych została wykorzystana opisana wcześniej metoda badawcza *case study*, możliwa do zrealizowania głównie dzięki przeprowadzeniu pogłębionych wywiadów (IDI – *Individual In-depth Interview*). Na wybór tej metodyki złożyło się kilka czynników. Inwestorzy instytucjonalni w Europie działają w różnych systemach ładu korporacyjnego, stąd ich działania są często nieporównywalne. Zarządzają też różnymi typami funduszy (aktywne, pasywne), co wpływa na ich motywacje i strategię na rynkach. Oba te elementy zostały wykorzystane jako kontekst do analizy zjawiska zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami. Ponadto informacje o ich poczynaniach i zaangażowaniu są trudno dostępne, a zatem forma pogłębionych wywiadów pozwala lepiej zrozumieć zagadnienie.

Poza pogłębionymi wywiadami z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych wykorzystane zostały informacje ogólnodostępne w prasie, opisujące zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy, szczególnie w kontekście ich aktywnych działań w czasie walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Dodatkowo zostały przeanalizowane informacje udostępnione m.in. przez Proxy monitor – instytucję, która publikuje najważniejsze wnioski z działalności akcjonariuszy w spółkach oraz dane ogólnodostępne prezentowane na stronach internetowych inwestorów instytucjonalnych.

Wywiady pogłębione oraz analizę pozostałych materiałów przeprowadzono w 2015 roku (pomiędzy lutym a wrześniem) oraz w marcu 2017 roku.

4.5.1.3. Charakterystyka rozmówców

W celu otrzymania bardziej zróżnicowanych odpowiedzi, pozwalających na pełny przegląd zachowań inwestorów instytucjonalnych, rozmówcy zostali wybrani z krajów o różnej tradycji związanej z *corporate governance*. Dodatkowo pełnią oni różnego typu funkcje w swojej organizacji oraz reprezentują inwestorów instytucjonalnych o zróżnicowanych dążeniach.

Celem badania była identyfikacja mechanizmu zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w wykonywanie prawa wynikającego z posiadania akcji w spółkach. Rozmówcy w badaniu *case study*, opartym na pogłębionych wywiadach, pochodzili zarówno z Europy kontynentalnej, jak i z kraju anglosaskiego, gdzie występują różne tradycje ładu korporacyjnego. Dodatkowo reprezentowali inwestorów instytucjonalnych, którzy zarządzają funduszami aktywnymi oraz pasywnymi. Wybrany został również rozmówca, który działa w zarządzie stowarzyszenia inwestorów instytucjonalnych.

Pierwsza osoba to zarządzający funduszem akcji (R01). Zajmuje się nie tylko funduszami oferowanymi przez swojego pracodawcę klientom detalicznym, ale również zarządza portfelami na zlecenie innych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Mimo że instytucja, którą reprezentuje, należy do niemieckiej grupy kapitałowej, strategię inwestycyjną funduszy obejmują akcje z całego świata (rynkı rozwinięte i wschodzące). Powierzonymi funduszami zarządza w sposób aktywny. W swojej firmie odpowiada również za szeroko pojętą *corporate governance*, aktywnie wykorzystując prawo wynikające z posiadanych akcji w spółkach.

Druga osoba to przedstawiciel globalnego funduszu inwestycyjnego z siedzibą w Wielkiej Brytanii (R02). Jest dyrektorem w departamencie odpowiedzialnym za ład korporacyjny w spółkach, w których fundusz posiada akcje. Większość funduszy, którymi zarządza jego firma, to fundusze indeksowane, a zatem pasywne. Sam bezpośrednio nie zajmuje się zarządzaniem portfelem.

Trzecia osoba to przewodniczący stowarzyszenia inwestorów instytucjonalnych w Niemczech (R03). Jego organizacja stanowi wsparcie merytoryczne dla lokalnych inwestorów instytucjonalnych, którzy inwestują zagranicą oraz pomaga inwestorom zagranicznym w wejściu na rynek niemiecki. Jego doświadczenie polega bardziej na obserwowaniu zachowań inwestorów instytucjonalnych niż na własnym zaangażowaniu.

Czwarta osoba to pracownik działu zajmującego się odpowiedzialnością właścicieli i ładem korporacyjnym w jednym z najbardziej rozpoznawanych globalnie instytucjonalnych inwestorów-aktywistów z siedzibą w Wielkiej Brytanii (R04). Instytucja ta zarządza nie tylko własnymi funduszami inwestycyjnymi (wszystkie należą do grupy funduszy zarządzanych aktywnie), ale również obsługuje ponad 40 klientów w obszarze zarządzania aktywami i wykonywania praw akcjonariuszy (część funduszy jest pasywnych). Wszystkie fundusze w tej instytucji są zarządzane aktywnie. Rozmówca nie zarządza portfelem, jest odpowiedzialny jedynie za kwestie *corporate governance*.

Profile rozmówców zostały podsumowane w tabeli 16.

Tabela 16. Profile rozmówców z Europy Zachodniej

Osoba	Kraj	Typ organizacji	Funkcja
R01	Niemcy	Fundusz (głównie aktywny)	Zarządzający portfelem
R02	Wielka Brytania	Fundusz (głównie pasywny)	Dział <i>corporate governance</i>
R03	Niemcy	Stowarzyszenie inwestorów instytucjonalnych	Przewodniczący (doradca inwestorów)
R04	Wielka Brytania	Fundusz-aktywista	Dział <i>corporate governance</i>

Źródło: opracowanie własne.

4.5.1.4. Pogłębiony wywiad z inwestorami instytucjonalnymi – pytania

Pytania zadawane rozmówcom miały na celu uzyskanie opinii, dzięki którym możliwa stałaby się odpowiedź na pytania badawcze. Dotyczyły następujących zagadnień:

- a. zdefiniowania rodzaju funduszy, jaki dominuje w portfelu inwestora instytucjonalnego. Rozmówca mógł dokonać wyboru pomiędzy funduszem aktywnym⁵¹⁵ i pasywnym⁵¹⁶;
- b. ustalenia czynników, które wpływają na proces podejmowania decyzji inwestycyjnej. Rozmówca mógł wskazać zarówno czynniki związane z fundamentalną wyceną spółki giełdowej, jak i analizą techniczną cen akcji. Możliwe było też przedstawienie elementów systemu ładu korporacyjnego i zasad zarządzania w przedsiębiorstwie;
- c. określenia horyzontu czasowego podejmowanych inwestycji na rynku kapitałowym;
- d. wskazania sposobów wykonywania praw wynikających z posiadanych akcji spółek. Rozmówca udzielał informacji o udziale w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy spółek, w których ma akcje. Mógł wskazać również formy uczestnictwa i zaangażowania: głosowanie, zgłaszanie projektów uchwał, wysuwanie kandydatów na członków rady nadzorczej lub ich odpowiedników – w zależności od przyjętego systemu ładu korporacyjnego, wygłaszanie opinii na forum akcjonariuszy. Dodatkowo rozmówcy informowali o indywidualnych formach komunikacji z zarządem spółki i radą nadzorczą przez regularne i okazjonalne

⁵¹⁵ Fundusz aktywny to fundusz, gdzie zarządzający sam kształtuje skład portfela inwestycyjnego z uwzględnieniem przyjętej polityki inwestycyjnej.

⁵¹⁶ Fundusz pasywny to fundusz, który dokładnie odzwierciedla określony koszyk (np. indeks giełdowy); zarządzający nie ma swobody w wyborze jego składu.

- spotkania z jego członkami. Jako osobny element można uznać też działania skierowane do opinii publicznej, a mające wyrzucić presję na władzach spółki – np. opinia o działalności spółki przedstawiana w mediach;
- e. określenia form współpracy akcjonariuszy mniejszościowych w celu wypracowania wspólnego stanowiska, co pozwala na większe prawdopodobieństwo osiągnięcia wspólnych celów;
 - f. wskazania obszarów działalności spółki, na które rozmówcy jako przedstawiciele akcjonariuszy mają bezpośredni wpływ. Rozmówcy mogli wskazać zarówno elementy związane z powoływaniem władz spółki, jak również konkretnych zagadnień, dotyczących zarządzania strategicznego i operacyjnego;
 - g. ustalenia zachowań inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym. Celem była identyfikacja potencjalnych zachowań stadnych, czyli naśladownictwa, które dotyczy zazwyczaj naśladowania większych graczy przez mniejszych;
 - h. ustalenia dodatkowych motywacji zaangażowania inwestorów instytucjonalnych – np. działania marketingowe.

Wszystkie przedstawione wyżej zagadnienia zostały przedyskutowane z czterema osobami. W zależności od swojego profilu rozmówca udzielał bardziej lub mniej szczegółowych odpowiedzi na poszczególne pytania.

Rozmówcom najpierw zadawano pytanie otwarte, aby mogli wypowiedzieć się swobodnie w omawianej kwestii. Następnie pytano bardziej szczegółowo, co miało umożliwić im ustosunkowanie się do wszystkich zagadnień.

4.5.2. Proces inwestycyjny i decyzje inwestycyjne

4.5.2.1. Proces inwestycyjny – charakterystyka ogólna

Inwestorzy instytucjonalni inwestują środki pieniężne swoich klientów według określonej wcześniej strategii.

Pierwszy etap po uzyskaniu funduszy od klientów to etap decyzji inwestycyjnej. Decyzja może być dobrowolna lub konieczna. Inwestorzy podejmujący dobrowolne, czyli zupełnie swobodne, decyzje inwestycyjne zarządzają portfelami aktywnie. Natomiast inwestorzy, którzy podejmują decyzje konieczne, to inwestorzy pasywni.

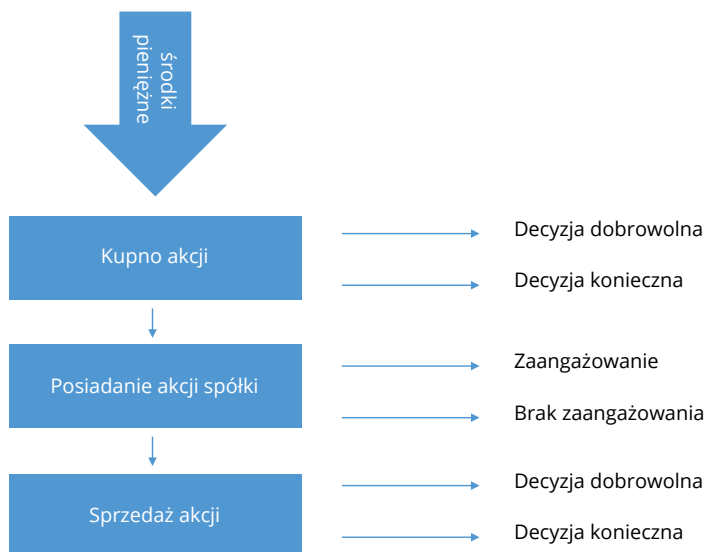
Etap drugi to etap, w którym inwestorzy instytucjonalni posiadają akcje danej spółki. W tym czasie mogą zarówno aktywnie wykorzystywać prawo, które związane jest z posiadaniem papierów wartościowych (akcji) lub być biernymi właścicielami.

Ostatni etap to etap sprzedaży akcji. Podobnie jak w przypadku decyzji inwestycyjnej, decyzja o pozbyciu się akcji może być albo dobrowolna, albo konieczna, wymuszona przez strategię inwestycyjną.

Podsumowując, zarówno pierwszy, jak i trzeci etap (sprzedaż i kupno akcji) są określone przez strategię inwestycyjną danego inwestora instytucjonalnego, która może być aktywna lub pasywna.

Uproszczony model procesu inwestycyjnego został przedstawiony na rysunku 19.

Rysunek 19. Model procesu inwestycyjnego



Źródło: opracowanie własne.

Zarządzający aktywami mogą przyjąć zatem różne strategie na każdym etapie wyżej przedstawionego procesu inwestycyjnego w zależności od specyfiki produktu, klientów, rynku. Jeden z podziałów opiera się na stopniu zaangażowania w proces alokacji aktywów na etapie zakupu i sprzedaży akcji – strategia aktywna i pasywna. Możliwe jest też łączenie powyższych i prowadzenie tzw. strategii mieszanej. Zwykle wykorzystywane są elementy wszystkich strategii. Również na etapie posiadania akcji i decyzji o zaangażowaniu inwestorzy instytucjonalni nie zachowują się jednolicie, nawet w obszarze jednego portfela inwestycyjnego.

4.5.2.2. Decyzje inwestycyjne

Decyzje inwestycyjne w funduszach zarządzanych aktywnie

Strategia aktywna charakteryzuje się dynamicznym poszukiwaniem waleń (konkretnych, wyselekcjonowanych papierów wartościowych), które mogą zapewnić ponadprzeciętne zyski. Stosując ją, inwestorzy są przekonani, że rynek jest nieefektywny⁵¹⁷ w swoich wycenach konkretnych papierów wartościowych i możliwe jest wykorzystanie tej słabości dla własnej korzyści⁵¹⁸. Jest to typowa i tradycyjna strategia większości inwestorów instytucjonalnych.

Według aktywnie zarządzającego funduszem akcji (R01) etap decyzji inwestycyjnej jest najważniejszym momentem w całym procesie inwestycyjnym.

Podstawą zainteresowania akcjami określonej firmy jest jej analiza fundamentalna, czyli analiza dotychczasowych i projekcja przyszłych wyników i wskaźników finansowych. U inwestora instytucjonalnego zatrudnieni są nie tylko zarządzający portfelami, ale również analitycy, których zadaniem jest poszukiwanie spółek o znacznych perspektywach wzrostu. U wspomnianego inwestora – rozmówcy R01 – pracuje 35 analityków, podzielonych na sektory gospodarki, natomiast zarządzających funduszami jest 15. Analitycy dokonują analizy fundamentalnej przedsiębiorstw i prezentują swoje wyniki zarządzającym, którzy następnie podejmują decyzję. Poza czynnikami charakterystycznymi dla danego przedsiębiorstwa oceniane są czynniki makroekonomiczne, szczególnie, jeżeli rozważana jest inwestycja w krajach tzw. *emerging markets* (np. w Rosji). Jednakże analiza wykonywana jest na zasadzie *bottom-up* (indukcji), czyli najpierw wybierany jest potencjalny cel inwestycyjny, a dopiero potem analizowane są wskaźniki makroekonomiczne i sektorowe.

Innymi ważnymi elementami, analizowanymi przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, są wskaźniki giełdowe. Przykładowo *Price to Book Value* (cena do wartości księgowej) pozwala na ustalenie, jak akcje spółki i jej przyszły potencjał do wzrostu są oceniane przez innych inwestorów.

W przypadku funduszy dywidendowych brany pod uwagę jest stopień wypłacanej dywidendy. Dodatkowo dywidenda ma znaczenie w okresie niskich stóp procentowych, gdyż pozwala na osiągnięcie jeszcze wyższych zysków.

Struktura własności i ład korporacyjny nie decydują bezpośrednio o zakupie akcji danej spółki. Ważna jest natomiast możliwość odbywania regularnych

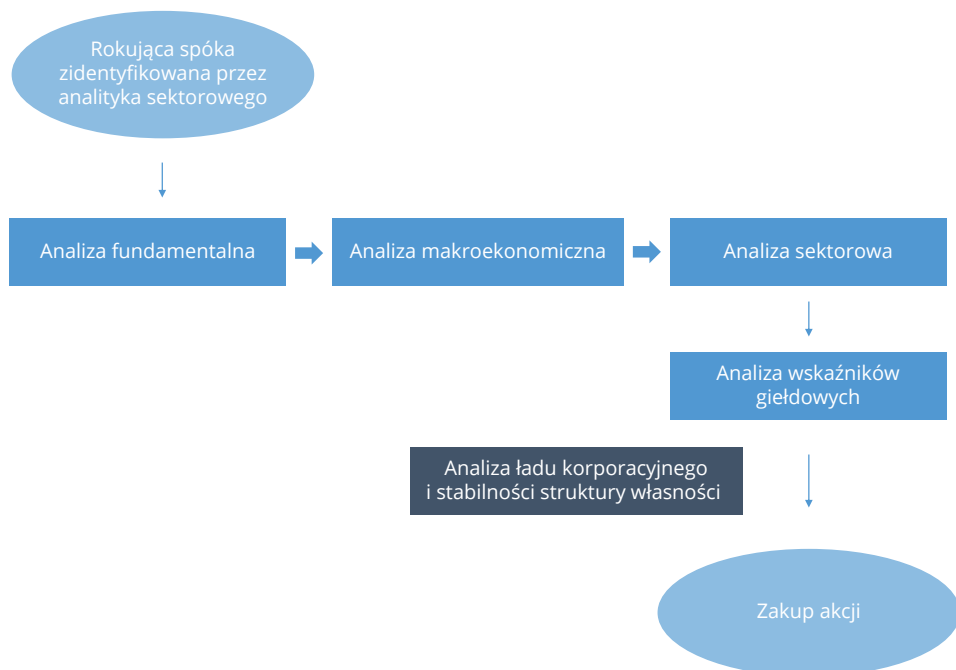
⁵¹⁷ W sensie przedstawianym w hipotezie rynku efektywnego przez E. Fama.

⁵¹⁸ J. Engelhard, S. Eckert, op.cit.

spotkań z zarządem i radą nadzorczą. Zarządzający portfelem (R01) podkreślił również, że nie decyduje się na zakup akcji, jeżeli w niedalekiej przeszłości spółka straciła akcjonariusza dominującego. Preferuje on przeczekanie okresu niepewności i zaangażowanie się dopiero w momencie, gdy akcjonariat jest ustabilizowany.

Proces podejmowania decyzji inwestycyjnej nakreślony przez przedstawiciela funduszu zarządzanego aktywnie (R01) został przedstawiony na rysunku 20.

Rysunek 20. Proces podejmowania decyzji inwestycyjnej



Źródło: opracowanie własne.

U inwestora-aktywisty (R04) stosowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego również nie jest kluczowym czynnikiem, który mógłby decydować o odrzuceniu danej inwestycji. Najważniejsza jest analiza fundamentalna, jednak zawsze przed decyzją zleca się przygotowanie raportu dotyczącego stosowania dobrych praktyk w danej spółce, który zawiera m.in. informacje o strukturze rady, w tym obecności członków niezależnych. Nadrzędnym celem bowiem jest całościowy zwrot z podejmowanych inwestycji, zysk holistyczny, czyli zawierający również komponent niefinansowy – korzyść dla wszystkich interesariuszy (R04). Jest to zbieżne z wartościami, które ta organizacja reprezentuje. Wśród nich jest odpowiedzialność w biznesie oraz wspieranie zrównoważonego rozwoju gospodarczego.

Decyzje inwestycyjne w funduszach zarządzanych pasywnie

Strategia pasywna polega na tworzeniu portfela odzwierciedlającego strukturę zwykle wybranego indeksu giełdowego. Zarządzający nie ma zatem wpływu na jego skład – jest zmuszony inwestować w ściśle określone papiery wartościowe.

Według przedstawiciela inwestora instytucjonalnego, który zarządza funduszem pasywnym (R02), horyzont inwestycyjny takiego funduszu jest zawsze długookresowy. W przeciwieństwie do funduszy aktywnych w tym przypadku zarządzający nie dokonują analiz spółek, których akcje kupują. Muszą oni jedynie odzwierciedlać przyjęty w strategii inwestycyjnej koszyk odniesienia (np. indeks giełdowy). Trudność w tym przypadku stanowi dopasowywanie portfela, gdy zmieniają się proporcje lub skład w koszyku odniesienia – wtedy konieczny jest natychmiastowy zakup lub sprzedaż określonych papierów wartościowych.

Z przeprowadzonego pogłębionego wywiadu wynika, że na decyzję o stworzeniu funduszu pasywnego wpływa stopień transparentności i nowoczesności praktyk *corporate governance* na danym rynku. Przykład stanowi Japonia, gdzie według rozmówcy niskie standardy i transparentność ładu korporacyjnego zniechęcają inwestorów instytucjonalnych do inwestowania i tworzenia funduszy pasywnych opartych na tamtejszej giełdzie (R02).

4.5.2.3. Wycofanie z inwestycji

Ostatni etap procesu inwestycyjnego to sprzedaż posiadanych akcji spółki. Impulsem do sprzedaży może być zarówno konieczność wynikająca ze strategii inwestycyjnej (fundusze zarządzane pasywnie), jak i decyzja zarządzającego portfelem (fundusze aktywne).

Teoretycznie w przypadku funduszy zarządzanych aktywnie sprzedaż akcji powinna nastąpić w momencie, gdy rynek wycenia spółkę wysoko – maksymalnie wobec jej możliwości wzrostu w przyszłości (R01). W praktyce ten moment jest bardzo trudny do uchwycenia. Zarządzający (podobnie jak przy podejmowaniu decyzji o zakupie akcji) kierują się zazwyczaj analizą fundamentalną spółki, czynnikami makroekonomicznymi i sektorowymi, a także stosują analizę techniczną dla osiągnięcia jak najwyższej ceny sprzedaży i maksymalizacji zysku i stopy zwrotu z inwestycji.

Wśród innych czynników decydujących o sprzedaży akcji spółki jeden z rozmówców wymienił ład korporacyjny panujący w przedsiębiorstwie. Jego fundusz pozbył się kiedyś akcji jednej ze spółek ze względu na panujący chaos w obszarze *corporate governance*. Takie dodatkowe czynniki (stosowanie dobrych praktyk

ładu korporacyjnego, wpływ działalności spółki na zanieczyszczenie środowiska naturalnego) są jednak rzadko brane pod uwagę przez inwestorów instytucjonalnych przy podejmowaniu decyzji o sprzedaży akcji, gdyż kluczowy jest zysk z inwestycji i wybór najlepszego momentu do sprzedaży, który pozwoli osiągnąć optymalną stopę zwrotu (R01). Nawet w przypadku inwestora-aktywisty sprzedaż akcji z tego względu uważana jest za ostateczność. Zwykle fundusz stara się wpłynąć na zmianę w działalności spółki, a sprzedaż akcji ze względu na kwestie ładu korporacyjnego traktuje jako porażkę (R04).

4.5.3. Strategie inwestorów instytucjonalnych

W analizie zachowań inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy (etap drugi – etap posiadania akcji spółki) dokonuje się uproszczenia różnorodnych podejść teoretycznych i modeli, i przyjmuje się w praktyce, że inwestorzy instytucjonalni zarządzający środkami pieniężnymi swoich klientów mogą potencjalnie przyjąć trzy strategie jako właściciele akcji:

1. kupować i sprzedawać akcje (udziały w spółkach) i nie angażować się w aktywne sprawowanie kontroli, jakie umożliwia system ładu korporacyjnego. W przypadku niezadowolenia z wyników spółki i braku perspektyw dla wzrostu wartości jej akcji w przyszłości inwestorzy instytucjonalni sprzedają posiadane akcje na rynku kapitałowym;
2. trzymać akcje w portfelu mimo niezadowolenia z wyników spółki, licząc na długoterminowy wzrost ich wartości;
3. trzymać akcje w portfelu oraz zaangażować się w nadzór nad spółką w ramach istniejących ram ładu korporacyjnego. W przypadku niesatysfakcjonujących wyników spółki ma to na celu wykorzystanie doświadczenia i wiedzy przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych do poprawy jakości zarządzania, a w konsekwencji wzrostu wartości akcji⁵¹⁹.

4.5.3.1. Strategia „kupować i sprzedawać akcje”

Strategia kupowania i sprzedawania akcji jest charakterystyczna dla inwestorów działających w krótkim horyzoncie czasowym, którzy jednocześnie dysponują

⁵¹⁹ A. Słomka-Gołębiowska, *Zaangażowanie funduszy emerytalnych w ład korporacyjny w Stanach Zjednoczonych: perspektywa instytucjonalna*, [w:] S. Rudolf (red.), *Nowa ekonomia instytucjonalna wobec współczesnych problemów gospodarczych*, WSEPiNM, Kielce 2014, s. 169–202.

niewielkim pakietem udziałów w danym przedsiębiorstwie. Niski procentowy udział w strukturze własności sprawia, że przeforsowanie własnych pomysłów na forum wszystkich akcjonariuszy oraz zarządu jest bardzo trudne. Jest to typowe zachowanie drobnych inwestorów oraz inwestorów instytucjonalnych dysponujących niewielkim portfelem i niewielkimi pakietami akcji w określonej spółce.

W wywiadzie pogłębionym przedstawiciel związku inwestorów instytucjonalnych w Niemczech (R03) stwierdził, że strategię częstego kupowania i sprzedawania stosują podmioty pochodzące lub inwestujące w krajach, gdzie zasady ładu korporacyjnego nie są transparentne. Wymienił przykład Kuwejtu – kraju, w którym zorientowanie na szybkie zyski, a jednocześnie historyczne uwarunkowania i brak jasnych zasad *corporate governance* sprawiają, że inwestorzy nie rozważają aktywnego uczestniczenia w kontroli nad zarządem spółek, w których są właścicielami akcji. Przedstawiony został również przykład Indonezji, gdzie – według przywołanego wyżej rozmówcy – ramy ładu korporacyjnego nie istnieją, zatem inwestorzy nie widzą możliwości nadzorczego wpływu na zarządzanie w spółce i osiągnane przez nią wyniki. Inwestorzy w takich krajach kupują akcje, licząc, że są niedowartościowane i ich cena wzrośnie. Po osiągnięciu satysfakcjonującej stopy zwrotu inwestor pozbywa się papierów wartościowych. Zazwyczaj globalni inwestorzy instytucjonalni nawet nie próbują się angażować czy rozumieć lokalne warunki i korzystać z praw nadzorczych (R03).

4.5.3.2. Strategia trzymania akcji w portfelu bez zaangażowania

Inwestorzy o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym oraz tacy, którzy są zmuszeni do posiadania określonej struktury portfela inwestycyjnego (np. fundusze zarządzane pasywnie, fundusze indeksowane), nie mogą wyrazić swojego niezadowolenia z wyników finansowych spółki przez pozbycie się jej akcji. Często ich portfele są odpowiednio zdywersyfikowane, co ma zapewnić minimalizację ryzyka i maksymalizację zysku.

Pasywni inwestorzy instytucjonalni dążą do minimalizacji swoich kosztów operacyjnych. Nadzór nad spółką wymaga zaangażowania czasu i kompetencji pracowników, co generuje dodatkowe koszty. Niewielki udział w akcjonariacie dodatkowo nie sprzyja przekonaniu, że inwestor instytucjonalny może znacząco wpłynąć na kreowanie wartości w spółce poprzez swoje zaangażowanie⁵²⁰.

Przez brak zaangażowania w wykonywanie prawa wynikającego z posiadanych akcji inwestor traci szansę na zwiększenie długoterminowej fundamentalnej wartości

⁵²⁰ D. Wiberg, op.cit., s. 73.

posiadanego pakietu akcji. Według rozmówców badania (R02) bierność profesjonalnego inwestora instytucjonalnego w akcjonariacie powoduje obniżenie jakości zarządzania, gdyż menedżerowie nie czują, że są oceniani i rozliczani w sposób profesjonalny ze swoich działań. Przyczynia się to do obniżenia jakości ich pracy, a w rezultacie przekłada się na niższe wyceny spółki przez rynek, a zatem niższe stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze inwestorów instytucjonalnych.

4.5.3.3. Strategia trzymania akcji i zaangażowania

Zaangażowanie w kontrolę nad spółką, w której inwestor posiada akcje, jest możliwe dzięki prawom majątkowym, korporacyjnym i publicznym, wynikającym z posiadania własności. Prawa majątkowe dotyczą rozporządzania akcjami oraz uzyskiwania z nich korzyści materialnych. Prawa korporacyjne pozwalają wpływać na bieżącą działalność posiadanej spółki. Prawa publiczne odnoszą się do obowiązków informacyjnych spółki.

Zaangażowanie, możliwość sprawowania kontroli nad spółką, wynika z praw korporacyjnych, które w przypadku Polski zawierają:

- prawo do udziału, głosowania, zaskarżania uchwał, żądania umieszczenia określonych wniosków w porządku obrad – w czasie Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy;
- prawo żądania udzielenia informacji o spółce przez zarząd;
- prawo do żądania zwołania nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy;
- prawo do żądania wyboru rady nadzorczej poprzez głosowanie oddzielnymi grupami;
- obowiązek do powstrzymania się od wszelkiej działalności, która może szkodzić interesowi spółki⁵²¹.

W każdym kraju istnieje odrębne prawodawstwo dotyczące praw wynikających z własności akcji. Ogólne standardy europejskie w tym zakresie zostały ujęte we wspomnianej w podrozdziale 2.3.2.1. dyrektywie. Korzystając z praw wynikających z posiadanych akcji, akcjonariusze mają wpływ na kontrolę i zarządzanie w spółce giełdowej i mogą nadzorować jej działalność.

⁵²¹ A. Adamska, op.cit., s. 37–40.

4.5.4. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór

4.5.4.1. Zaangażowanie ze względu na typ inwestora

Sposób zarządzania portfelem (pasywny lub aktywny) nie wpływa znacząco na zaangażowanie w wykonywanie prawa wynikającego z posiadania akcji w spółkach. Rozmówcy potwierdzili, że zarówno fundusze z Wielkiej Brytanii, jak i z Niemiec aktywnie angażują się w nadzór nad działalnością spółek.

Przedstawiciel międzynarodowego funduszu inwestycyjnego z siedzibą w Londynie opiekuje się funduszami pasywnymi. Fundusze pasywne mają z góry zdefiniowany portfel aktywów i nie jest możliwa jego modyfikacja, czyli np. sprzedaż akcji, których wartość spada. Stąd wynika motywacja funduszy zarządzanych pasywnie do zaangażowania w nadzór nad spółkami. Moją one większy interes w dobrym zarządzaniu spółkami, gdyż nie mogą sprzedać akcji w dowolnym momencie. Ich wyniki zależą od tego, jak kształtuje się wartość akcji, a zatem robią wszystko, aby była ona jak najwyższa (R02).

Przedstawiciel funduszu zarządzanego aktywnie (R01) również szeroko opisał swoją działalność nadzorczą, sprawowaną nad spółkami, w które jego fundusz zainwestował.

Zaangażowanie w nadzór nad spółkami jest także nieodłącznym elementem działalności inwestorów-aktywistów.

4.5.4.2. Formy zaangażowania

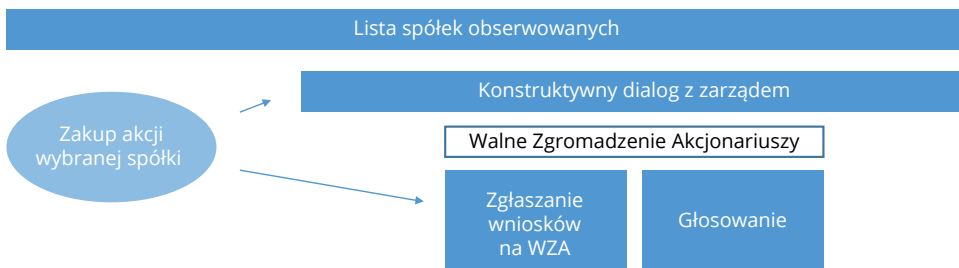
Zgodnie z rozważaniami C. Mallin⁵²², przedstawionymi w podrozdziale 2.3.2.3., idealne zaangażowanie inwestora instytucjonalnego powinno wyglądać jak na rysunku 21.

Według Mallin dla inwestorów instytucjonalnych kluczowe zagadnienia w obszarze ładu korporacyjnego oraz nadzoru nad spółkami stanowią zasady wynagradzania menedżerów, zarządzania ryzykiem, właściwe zbalansowanie sił w radzie dyrektorów (dotyczy systemu jednopoziomowego) lub radzie nadzorczej (system dwupoziomowy) oraz przygotowanie sukcesji. Nie bez znaczenia są też kwestie związane z etyką, ochroną środowiska i społecznością lokalną⁵²³.

⁵²² C. Mallin, op.cit., 2010.

⁵²³ Ibidem.

Rysunek 21. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych



Źródło: opracowanie własne.

Powyższe stwierdzenia potwierdzają przeprowadzone pogłębione wywiady z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych. Wśród kluczowych obszarów, na które są w stanie wpłynąć w spółce wskazują oni:

- skład rady nadzorczej (lub niezależnych członków zarządu), a zatem możliwość pośredniego kontrolowania menedżerów,
- dywersyfikację składu zarządu i rady nadzorczej (w zależności od systemu ładu korporacyjnego),
- wynagrodzenia członków zarządu i rady nadzorczej,
- sukcesję stanowisk zarządczych w przedsiębiorstwie,
- przestrzeganie zasad etycznych w prowadzonej działalności biznesowej spółki,
- działalność operacyjną przedsiębiorstwa, ale tylko przez rolę doradczą dla zarządu i rady nadzorczej.

Realny wpływ na wyżej wymienione obszary dają udziały pomiędzy 5–10% w strukturze akcjonariatu (w szczególności, jeżeli jest rozproszony). Ponadto duże możliwości w zakresie oddziaływania na spółkę tworzą wspólne inicjatywy akcjonariuszy, np. postulaty przedstawiane w listach do zarządu, podpisanych przez przedstawicieli kilku akcjonariuszy (R01, R04).

Konstruktywny dialog z zarządem (lub radą nadzorczą)

Konstruktywny dialog z zarządem i radą nadzorczą jest formą współpracy pomiędzy akcjonariuszami, czyli właścicielami spółki, a menedżerami. Akcjonariusze, mając prawo wynikające z nabytych akcji, sprawują kontrolę nad zarządem spółki. W praktyce kontrola jest sprawowana przez radę nadzorczą (Europa kontynentalna – system niemiecki) lub przez niezależnych członków zarządu (kraje anglosaskie oraz niektóre kraje Europy kontynentalnej, np. Francja, Włochy). Niezależni członkowie to osoby, które nie były zatrudnione w firmie wcześniej,

obecnie nie posiadają w niej funkcji poza zasiadaniem w radzie, nie mają relacji rodzinnych z menedżerami zarządzającymi oraz nie mają relacji biznesowych ze spółką ani z jej dominującym akcjonariuszem. Wyłączeni z tej definicji są również członkowie, którzy zasiadają w radzie od wielu lat⁵²⁴.

Wprowadzenie niezależnych członków zarządu (członków rady nadzorczej) było postulowane przez amerykańskie fundusze emerytalne już w latach 80. XX wieku.

Poza pośrednim wpływem przez niezależnych członków rady nadzorczej lub zarządu inwestorzy instytucjonalni jako właściciele kontaktują się z menedżerami i zarządem spółek, w których mają akcje. Dotyczy to funduszy zarządzanych zarówno pasywnie, jak i aktywnie. Przedstawiciele obu typów funduszy wskazują tę formę zaangażowania jako najbardziej efektywną. Ta forma wpływu może być przeprowadzana i prywatnie, i publicznie.

Przedstawiciel inwestora instytucjonalnego z Niemiec spotyka się z radą nadzorczą każdej ze spółek, którą ma w portfelu, raz w roku w celu omówienia bieżącej sytuacji przedsiębiorstwa i jego przyszłej strategii. Dodatkowo również co roku odbywa się spotkanie z członkiem zarządu odpowiedzialnym za finanse (CFO), podczas którego dyskutowane są osiągnięte wyniki oraz prognozy na kolejny rok. Jako zarządzający portfelem jest on jedynym przedstawicielem inwestora instytucjonalnego (swojego pracodawcy), który angażuje się w bieżące funkcjonowanie spółki przez kontakt z zarządem. Spotkania z zarządem pozwalają na bieżąco orientować się, co dzieje się w spółce i doradzać w przypadku niepewności. Według rozmówcy zarząd zwykle docenia takie zainteresowanie i bierze pod uwagę te sugestie (R01).

Przedstawiciel inwestora instytucjonalnego z Wielkiej Brytanii (R02) również angażuje się w nadzór nad spółkami przez kontakty w formie regularnych spotkań z niezależnymi członkami rady dyrektorów (zarządu). W szczególnych przypadkach, jeżeli spółka przeżywa problemy i inwestor ma wątpliwości co do podejmowanych decyzji, odbywają się dodatkowe prywatne rozmowy z członkami zarządu. Inwestorzy instytucjonalni, dzięki doświadczeniu i profesjonalizmowi, starają się doradzać spółce, tak aby mogła w pełni realizować swój potencjał. Poza osobami, których głównym obowiązkiem jest nadzór nad spółkami (np. opisywany rozmówca R02), zarządzający portfelami akcyjnymi dodatkowo kontaktują się samodzielnie z zarządem oraz biurami relacji inwestorskich spółek.

Bezpośrednie rozmowy z władzami spółek giełdowych stanowią cenne źródło informacji o sytuacji w spółce i o planach na przyszłość. Rozmówcy podkreślali, że duże znaczenie ma dla nich nie tylko konkretna informacja, którą uzyskują, ale również sposób jej przekazywania i mowa ciała. Przykładowo, jeżeli dyrektor

⁵²⁴ I. Koładkiewicz, op.cit., s. 159–160.

finansowy (CFO) unika odpowiedzi na pytanie lub odpowiada bardzo ogólnie, błędzi wzrokiem lub jest zdenerwowany, oznacza to, że próbuje coś ukryć. Takich wniosków nie można wyciągnąć, jeżeli rozmowa nie odbywa się osobiście (R01).

Chęć prowadzenia prywatnych rozmów z inwestorami instytucjonalnymi oraz przekazywania im informacji o spółce zależy od kraju i tradycji, jaka się w nim wytworzyła. Według przedstawiciela stowarzyszenia inwestorów instytucjonalnych (R03), w krajach niemieckojęzycznych władze spółek nie stronią od udzielania informacji i rozmów z inwestorami, podczas gdy w krajach skandynawskich oraz w Holandii nie preferuje się bezpośrednich kontaktów, przedstawiane są jedynie oficjalne dokumenty zainteresowanym podmiotom. Należy zatem znać specyfikę kraju, aby właściwie zinterpretować zachowanie przedstawicieli spółek w stosunku do inwestorów. Inwestor-aktywista dba o różnorodność w zespole zajmującym się nadzorem nad spółkami, tak aby maksymalnie wykorzystać jego potencjał. Zatrudniane są osoby pochodzące z różnych krajów, co pozwala na lepsze zrozumienie i dostosowanie się do lokalnych warunków. Przykładowo charakterystyczny jest rynek azjatycki, gdzie spółki nie są przyzwyczajone do częstych kontaktów z akcjonariuszami. Osoby znające tę kulturę są w stanie dużo skuteczniej nawiązać kontakt i nadzorować tamtejsze spółki (R04).

Opisane powyżej formy kontaktów z organami spółek mają charakter prywatny. Istnieje również możliwość publicznego dialogu z zarządem czy radą nadzorczą.

Przykładem takiego działania są listy otwarte umieszczane w prasie. W 2014 roku grupa funduszy (Union Investment, Hermes, Calstrs oraz DWS) umieściła w niemieckiej prasie apel do przewodniczącego rady nadzorczej spółki Siemens. Główni akcjonariusze żądali w nim, aby przedstawił on swojego następcę na stanowisku⁵²⁵.

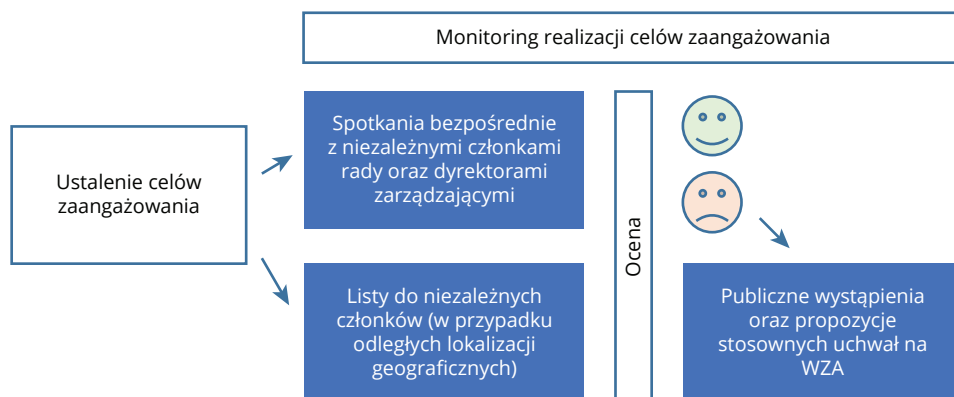
Łączenie sił w kontaktach ze spółkami było często wspomniane przez rozmówców. Wspólne pomysły przedstawiane zarządowi lub innym akcjonariuszom mają większą szansę na realizację i poparcie. Rozmówcy wskazywali jednak na trudności związane z ustaleniem wspólnego stanowiska kilku akcjonariuszy, gdyż często ich pomysły i interesy są rozbieżne.

Dodatkowo publiczną formą dialogu z zarządem jest wygłaszanie przemówień w czasie WZA. Rozmówca z niemieckiego funduszu zarządzanego aktywnie (R01) podkreślił w rozmowie, że rocznie ma około 10 takich wystąpień. Wygłaszając swoje mowy, zwraca uwagę zarządu oraz innych akcjonariuszy na potencjalne nieprawidłowości w zarządzaniu spółką oraz sugeruje kroki, które mają prowadzić do osiągania lepszych wyników finansowych, a w rezultacie do zwiększenia wartości spółki dla akcjonariuszy.

⁵²⁵ *Siemens-Investoren erhöhen Druck auf Cromme*, „Manager magazin”, 21.01.2014.

Podobnie jak pozostali rozmówcy, również przedstawiciel inwestora-aktywisty (R04) uważa konstruktywny dialog z zarządem za najbardziej efektywną formę nadzorowania i wpływania na spółki, w których posiada akcje. Przyjęty u niego proces prowadzenia dialogu jest sformalizowany i został przedstawiony na rysunek 22.

Rysunek 22. Proces zaangażowania inwestora-aktywisty w konstruktywny dialog z zarządem (radą nadzorczą)



Źródło: opracowanie własne.

Po podjęciu decyzji o zaangażowaniu ustalane są dla spółki cele w obszarze ładu korporacyjnego (przykładowo: wprowadzenie do rady dyrektorów dwóch niezależnych członków do 2020 roku), które są ujmowane w wewnętrznym systemie monitorującym ich wykonanie. Dodatkowo ustala się tzw. kamienie milowe ich realizacji. Pracownicy działu zajmującego się wykonywaniem praw właścicielskich odbywają spotkania bezpośrednie z niezależnymi członkami rady oraz z dyrektorami zarządzającymi. Decydująca jest tematyka podejmowanej kwestii. Ci pierwsi są adresatami zagadnień związanych z wynagrodzeniami dyrektorów, natomiast z drugą grupą poruszane są tematy modelu biznesowego i innych zagadnień strategicznych. W przypadku odległych lokalizacji geograficznych kontakt jest nawiązywany korespondencyjnie. Regularnie odbywa się ewaluacja realizacji założonych celów. W przypadku braku postępów uruchamiana jest ścieżka eskalacji. Dzieje się to zazwyczaj w przypadku, gdy rada dyrektorów (lub rada nadzorczą) nie jest zainteresowana kontaktem z akcjonariuszem, a realizacja celów nie postępuje. Eskalacja odbywa się przez wygłaszanie przemówień na WZA oraz przygotowywanie projektów stosownych uchwał. Dodatkowo zawracana jest uwaga pozostałych akcjonariuszy na zaistniałe problemy. W przedstawionym procesie konstruktywnego dialogu inwestora-aktywisty z zarządem i radą nadzorczą uważa on rozmowy

z przewodniczącym rady nadzorczej (tzw. *Chairman*) i członkami niezależnymi jako najbardziej skuteczne. Ścieżka eskalacyjna jest jego zdaniem ostatecznością.

Podsumowując, konstruktywny dialog z zarządem (radą nadzorczą) praktykowany jest przez inwestorów instytucjonalnych w Europie Zachodniej i uważany za najskuteczniejszą formę zaangażowania w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje.

Głosowanie

Głosowanie na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy stanowi prawo każdego akcjonariusza. Jest to typowa forma zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w Stanach Zjednoczonych⁵²⁶.

Przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych wymieniają głosowanie jako ważną formę wpływu na zarządzanie spółką. Przykładowo zarządzający funduszem z Niemiec (R01) bierze aktywny udział w 1200 Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy rocznie. Wymienia również *proxy voting*⁵²⁷ jako narzędzie, które umożliwia mu wypełnianie swoich obowiązków. Przedstawiciel inwestora-aktywisty (R04) starannie wybiera WZA, w których uczestniczy. Najczęściej są to spółki, w których fundusz ma znaczący pakiet akcji lub stanowią one znaczącą część portfela. Osobiście głosuje on na około 20 WZA w roku.

Inwestorzy instytucjonalni, którzy często są akcjonariuszami mniejszościowymi, napotykać na trudności we wspólnym organizowaniu się i skutecznym forsowaniu wspólnych inicjatyw w czasie WZA. Przynosi to szkodę nie tylko im samym, ale również spółce⁵²⁸.

Głosowanie jest nie tylko formalnym sposobem decydowania, ale obrazuje również nastroje panujące wśród akcjonariuszy. W maju 2015 roku odbyło się Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Deutsche Banku we Frankfurcie. Akcjonariat spółki jest rozproszony i stanowią go w dużej mierze inwestorzy instytucjonalni (80%⁵²⁹), głównie z Niemiec. Najbardziej dotkliwymi kwestiami dla banku w tamtym okresie były stale rosnące kary za nadużycia pracowników, takie jak:

- manipulacje stopą EURIBOR oraz innymi stopami procentowymi (LIBOR, JPY LIBOR) w handlu instrumentami pochodnymi (udział w kartelu) – kara

⁵²⁶ J. Dreyer, op.cit.

⁵²⁷ *Proxy voting* umożliwia wykonywanie prawa głosu poprzez instytucję pośredniczącą.

⁵²⁸ V. Butzke, *Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, Schaeffer-Pöschel Verlag, Stuttgart 2001, s. 215.

⁵²⁹ <https://www.db.com/ir/de/content/aktionaersstruktur.htm>

wysokości 725 mln euro nałożona przez Komisję Europejską oraz kary do 2,5 mld euro nałożone przez regulatorów rynku brytyjskiego i amerykańskiego⁵³⁰;

- manipulacje na rynku walutowym – ugoda i pouczenie od regulatorów.

W sumie w latach 2013–2015 przeciwko bankowi toczyło się około 6 tys. spraw sądowych, a łączna kwota zapłaconych w tym czasie kar finansowych wyniosła 8,7 mld dolarów⁵³¹. Wprawdzie pracownicy podejrzewani o uczestniczenie w nielegalnych transakcjach i zмовach zostali zwolnieni, to jednak akcjonariusze nie byli przekonani, że podobne incydenty nie zdarzą się w przyszłości. Inwestorzy instytucjonalni (przede wszystkim przedstawiciele Union Investment) zarzucali brak kontroli rady nadzorczej i zarządu nad menedżerami wysokiego i średniego szczebla, brak właściwej komunikacji z inwestorami, rozsądnego zarządzania kapitałem, a w rezultacie utratę reputacji. Dodatkowe zarzuty dotyczyły nowej strategii banku, która według przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych nie była na tyle radykalna, aby polepszyć wyniki finansowe banku. Program cięcia kosztów nie uwzględniał głębokiej restrukturyzacji biznesu, który pozwoliłby Deutsche Bankowi zwiększać swoją wartość. Część inwestorów apelowała do rady nadzorczej banku, aby ta dokonała zmian w zarządzie, gdyż nie spełnia on oczekiwań właścicieli⁵³². Swoje niezadowolenie inwestorzy instytucjonalni wyrazili przez głosowanie przeciw udzieleniu absolutorium zarządowi banku za działania w roku poprzednim. Ostatecznie 40% akcjonariuszy wyraziło niezadowolenie w głosowaniu. Wynik ten nie wpłynął bezpośrednio na skład zarządu, ale miesiąc później rada nadzorcza zdecydowała o zmianie na stanowisku prezesa. Nowym CEO został John Cryan, który podjął się wyzwania restrukturyzacji banku zgodnie z oczekiwaniami akcjonariuszy⁵³³. Przykład ten obrazuje możliwości oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na spółki, w których posiadają akcje, w trakcie głosowań na WZA nawet wtedy, gdy nie mają oni większości.

Inwestor-aktywista (R04) publikuje kwartalnie informacje na temat głosowań na WZA. Średnio w latach 2014–2016 jego przedstawiciele brali udział w 9827 WZA⁵³⁴, z czego w średnio w 46% z nich głosowali przeciw proponowanym przez zarząd uchwałom. Struktura zagadnień, które najczęściej budziły sprzeciw, została przedstawiona na rysunku 23.

⁵³⁰ www.business.financialpost.com

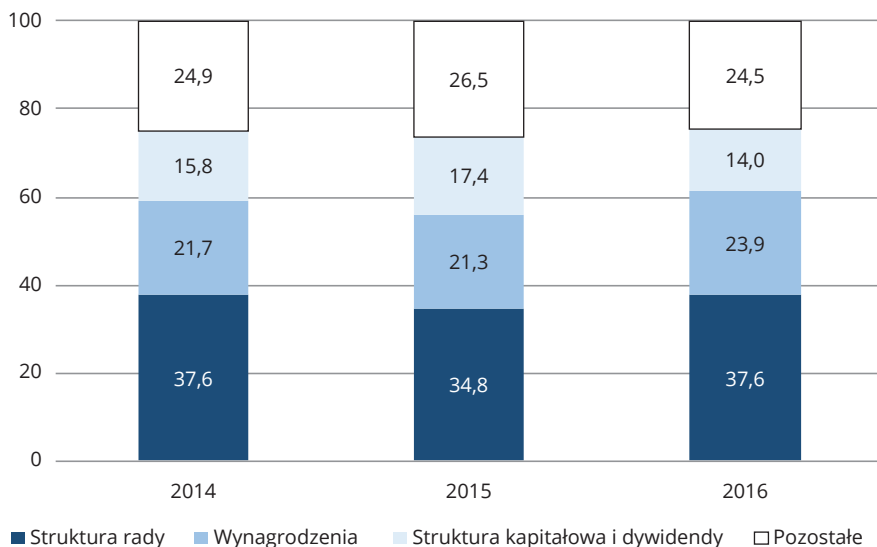
⁵³¹ *Es fehlt der Glaube*, „Berliner Zeitung“, 22.05.2015.

⁵³² *Deutsche Bank appeals for patience; Shareholders have criticised the pace of the German lender's cultural overhaul and recently announced strategy*, „Financial News”, 21.05.2015.

⁵³³ *John Cryan: Der scheue Vordenker*, „Handelsblatt“, 8.06.2015.

⁵³⁴ *Hermes Annual Report 2014, 2015, 2016*, <https://www.hermes-investment.com/uki/stewardship/eos-literature/>

Rysunek 23. Hermes Investment – tematyka głosowania przeciw w czasie WZA w latach 2014–2016 [w %]



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Hermes Annual Report 2014, 2015, 2016*.

Inwestorzy instytucjonalni są zachęceni do uczestniczenia w WZA oraz głosowania przez regulatorów, którzy umieszczają takie rekomendacje w publikowanych dokumentach dotyczących dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Wśród przeszkód w wykonywaniu tego prawa, związanego z posiadanymi akcjami, wymienia się najczęściej brak możliwości zdalnego głosowania. Ta trudność jest jednak skutecznie eliminowana dzięki rozwojowi technologii. Nadal istnieją jednak problemy związane z tłumaczeniami dokumentów oraz logistyką i nakładaniem się terminów WZA. Również procedury prawne, związane z głosowaniami w różnych jurysdykcjach, zniechęcają inwestorów instytucjonalnych do uczestniczenia w WZA⁵³⁵.

Podsumowując, głosowanie stanowi ważny element nadzoru, gdyż pozwala na bezpośrednie wyrażenie poparcia lub dezaprobaty dla działań zarządu oraz wpływ na skład osobowy najważniejszych organów spółki. Często inwestorzy instytucjonalni nie są w stanie zdobyć większości dla swoich poglądów w głosowaniu (są akcjonariuszami mniejszościowymi, którym trudno zbudować większośćową koalicję), jednak ich głosy są brane pod uwagę w zarządzaniu spółką przez radę nadzorczą i zarząd.

⁵³⁵ C. Mallin, *Institutional investors: the vote as a tool of governance*, „Journal of Management and Governance”, May 2012, vol. 16, no. 2, s. 177–196.

Wnioski (propozycje uchwał) akcjonariuszy

Akcjonariusze, będąc właścicielami spółki, mają prawo składania wniosków (propozycji uchwał) w czasie Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Przedstawiane wnioski są następnie poddawane pod głosowanie.

Przedstawiciel inwestora instytucjonalnego, który zarządza funduszem aktywnie, zwrócił uwagę, że w procesie składania wniosków dużą rolę odgrywa przekonanie większej grupy akcjonariuszy do poparcia składanego wniosku. Inwestorzy instytucjonalni rzadko składają wnioski na Walnym Zgromadzeniu akcjonariuszy, gdyż uważają, że konstruktywny dialog z zarządem jest w stanie doprowadzić do istotniejszych zmian w przedsiębiorstwie. Dodatkowo podkreśla się, że rozproszony akcjonariat jest niezdyscyplinowany i trudno osiągnąć większość w czasie głosowania nad takim wnioskiem. Składanie wniosków na WZA odbywa się zatem bardzo rzadko. Przekonanie większości uczestników do głosowania za przyjęciem zaproponowanego wniosku jest prawie niemożliwe, więc uczestnicząc w WZA inwestorzy instytucjonalni najczęściej wyrażają swoje zdanie w dyskusjach i przez udział w głosowaniach (R01).

Dodatkowo warto wspomnieć o roli inwestorów instytucjonalnych, którzy pozycjonują się jako aktywiści w akcjonariacie. Są to podmioty, których celem jest zwrócenie uwagi opinii publicznej i spółki na określony problem, np. zanieczyszczenia środowiska naturalnego i zmian klimatu. Według jednego z rozmówców (R01) aktywiści są odmienną grupą inwestorów – posiadają niewielkie pakiety i wiedząc, że nie są w stanie przeforsować swoich pomysłów, prezentują je, aby zwrócić uwagę wszystkich na kwestie dla nich ważne. Wprawdzie J. Rest w swoim opracowaniu wątpi w realne możliwości inwestorów instytucjonalnych do nakłonięcia przedsiębiorstw, aby ich działania ograniczały negatywny wpływ przemysłu na środowisko, to jednak wspomina, że istnieją inicjatywy (np. FairPensions), które mają na celu promocję zachowań społecznie i środowiskowo odpowiedzialnych⁵³⁶. Według *Proxy Monitor 2015* około 30% wniosków zgłaszanych jest przez inwestorów specjalizujących się w inwestowaniu społecznie odpowiedzialnym⁵³⁷. Inicjatywy związane z ochroną środowiska są raczej poruszane w czasie rozmów z zarządami spółek, natomiast nie są krytyczne dla podejmowania decyzji o nabytcu czy sprzedaży akcji. Nie można wykluczać spółki z koszyka tylko dlatego, że

⁵³⁶ J. Rest, *Grüner Kapitalismus? Klimawandel, globale Staatenkonkurrenz und die Verhinderung der Energiewende*, VS Research, Wiesbaden 2011, s. 121–124.

⁵³⁷ *Proxy Monitor 2015, A Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*, http://www.proxymonitor.org/Forms/pmr_11.aspx

przykładowo nie korzysta z odnawialnych źródeł energii i nie jest w 100% przyjazna dla środowiska. W ten sposób inwestorzy instytucjonalni musieliby wykluczyć wiele interesujących spółek (R01).

Często propozycje uchwał na WZA zgłaszane są jako skutek procesu eskalacyjnego, czyli niemożliwości osiągnięcia porozumienia z radą dyrektorów lub zarządem w procesie konstruktywnego dialogu. Składanie wniosków, projektów uchwał akcjonariuszy, jest działaniem ostatecznym. Podobnie jak wygłaszanie przemówień na WZA. Inwestor instytucjonalny robi to tylko wtedy, jeżeli prywatny kontakt z dyrektorami nie przynosi pożądanych skutków (R04).

W przypadku firmy Glencore⁵³⁸ Hermes Investment wystąpił z inicjatywą przyjęcia uchwały wzywającej zarząd do regularnego publikowania informacji dotyczącej ryzyka zmian klimatycznych i możliwych skutków dla spółki. Inwestor instytucjonalny żądał, aby Glencore odpowiednio dostosował swój system raportowania oraz ramy ładu korporacyjnego. W celu zdobycia większości głosów przedstawiciele inwestora instytucjonalnego uzyskali poparcie dla tej uchwały wśród niezależnych członków rady. Ostatecznie 98% akcjonariuszy opowiedziało się za. W następstwie przyjętego wniosku spółka zdecydowała się nie tylko na publikację wymaganych informacji, ale również na przygotowanie szczegółowej strategii w tym obszarze. Skupiła się także na przygotowaniu procedur w zakresie bezpieczeństwa i higieny pracy oraz etycznego postępowania pracowników w warunkach zmian klimatycznych. Przedstawiony przykład potwierdza, że dobrze przygotowane wnioski akcjonariuszy skutkują pozytywnymi zmianami w spółkach. Z pewnością do przytoczonego sukcesu przyczyniła się rozproszona struktura własności i wysokie standardy ładu korporacyjnego w Glencore.

Wbrew temu, co deklarowali rozmówcy, według wspomnianego raportu *A Report on Corporate Governance and Shareholder Activism* akcjonariusze zgłaszają coraz więcej wniosków na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy. Opisywany raport bada aktywność wszystkich akcjonariuszy w 250 największych spółkach giełdowych w Stanach Zjednoczonych. Średnia liczba wniosków akcjonariuszy w czasie Walnego Zgromadzenia wynosiła 1,34 i była wyższa niż rok wcześniej, kiedy to wyniosła 1,22. Wnioski zgłaszane są głównie przez inwestorów instytucjonalnych (59% w 2015 roku). Wśród nich najaktywniejszy był New York City Pension Funds (28 wniosków) oraz New York State Common Retirement (dziewięć wniosków). Siedem wniosków złożył też fundusz As You Sow, zakwalifikowany do grupy inwestujących odpowiedzialnie.

⁵³⁸ Hermes Investment Blog, *Glencore*, <https://www.hermes-investment.com/uki/blog/eos-case-studies/glencore/>

Podsumowując, inwestorzy instytucjonalni (zarówno w krajach anglosaskich, jak i w Niemczech) nie są skłonni do zgłaszania wniosków na WZA, gdyż nie wierzą w ich powodzenie w głosowaniu. Składanie wniosków służy bardziej zwróceniu uwagi na ważny problem niż wprowadzaniu zmian.

Lista spółek obserwowanych

Inwestorzy instytucjonalni mogą tworzyć listę spółek obserwowanych, które według nich wymagają reform strukturalnych, aby osiągać lepsze wyniki. Dzięki tym wywierają presję na władze spółki, uświadamiają problemy innym akcjonariuszom i często tym sposobem doprowadzają do pozytywnych zmian w przedsiębiorstwie.

Rozmówcy w przeprowadzonym badaniu twierdzili, że nie tworzą list spółek obserwowanych. Mają wewnętrzne listy tworzone przez analityków, na których znajdują się spółki, którymi są potencjalnie zainteresowani, ale nie publikują takich informacji, jak powyżej niektóre fundusze amerykańskie (np. CalPERS). Ustalenie funkcji i przydatności listy spółek obserwowanych wymagałoby przeprowadzenia wywiadów z przedstawicielami funduszy, które je tworzą.

4.5.5. Dyskusja wyników – pozostałe uwarunkowania działalności inwestorów instytucjonalnych

Analizując otrzymane wyniki, można wnioskować, że inwestorzy instytucjonalni mają znaczący wpływ na funkcjonowanie spółek, w których nabywają akcje. Istnieją jednak wątpliwości, czy własność tego typu inwestorów nie wpływa też negatywnie na działalność tych spółek.

Ocena efektywności działania inwestora instytucjonalnego, a co za tym idzie, jego zarządzających portfelami odbywa się albo przez ocenę absolutnych stóp zwrotu z inwestycji, albo odnosi się do określonego benchmarku (np. średniej stopy zwrotu indeksu giełdowego). W tym drugim przypadku występuje rywalizacja pomiędzy inwestorami. Powyższe okoliczności sprawiają, że pojawiają się tzw. zachowania stadne (*herd behavior*) wśród zarządzających, szczególnie tych z mniejszych funduszy. Gdy zbliża się publikacja i ocena wyników inwestycyjnych, zarządzający mogą nabywać instrumenty finansowe, które powszechnie znajdują się w portfelach innych funduszy, w celu znalezienia się bliżej mediany wszystkich podmiotów⁵³⁹.

⁵³⁹ E.P. Davis, *Pension funds, Retirement-Income Security, and Capital Markets, An International Perspective*, Clarendon Press, Oxford 1995, s. 168.

Częste oceny pracy zarządzających mogą też przyczyniać się do podejmowania bardziej krótkookresowych decyzji inwestycyjnych niż wskazywałaby teoria dotycząca zarządzania portfelem o określonej polityce inwestycyjnej⁵⁴⁰. Zjawisko zachowania stadnego jest niekorzystne dla rynku giełdowego, gdyż powoduje nieefektywność wycen na rynku finansowym, a nawet możliwość powstania bańki spekulacyjnej. Często jednak zdarza się to, zwłaszcza na rynkach wschodzących, po wprowadzeniu reform emerytalnych i pojawieniu się dużej liczby nowych podmiotów, które ze sobą konkurują.

Rozmówcy w przeprowadzonym badaniu zapytani o to, czy śledzą poczynania konkurencji, zaprzeczali, twierdząc, że to, co robią inni, nie ma żadnego znaczenia dla ich decyzji, gdyż kierują się swoimi analizami (R01). Kluczowa okazuje się wycena fundamentalna i przekonanie analityków o słuszności podejmowanej decyzji inwestycyjnej niż działania innych zarządzających portfelami. Fundusze zarządzane przez rozmówców w Niemczech i Wielkiej Brytanii mają własne strategie i potencjalny klient ma trudność w ocenie efektywności inwestowania inwestora na tle innych.

Z drugiej strony fakt, że zarządzający zaprzeczyli, iż sugerują się działaniami konkurencji nie jest dowodem, że tak nie jest. Przyznanie się do takich działań mogłoby zaszkodzić ich wizerunkowi. Dokładne przeanalizowanie tego problemu byłoby możliwe po sprawdzeniu składu portfeli w określonym czasie. Niestety, większość funduszy nie publikuje tak szczegółowych danych. Taka analiza jest możliwa np. dla polskich OFE, które są zobligowane ustawowo do ujawniania informacji o podejmowanych inwestycjach. Jest to pole dla dalszych badań naukowych.

Kolejny problem stanowi horyzont czasowy inwestycji inwestorów instytucjonalnych. Części z nich zarzuca się działania krótkookresowe, co jest niekorzystne dla stabilności spółek, w których mają akcje. Dotyczy to przede wszystkim inwestorów, którzy stosują strategię kupna i sprzedaży akcji bez ingerencji w zarządzanie. Zapytani o ten problem rozmówcy deklarowali, że ich podmioty nie angażują się w działalność spekulacyjną (*day trading*), gdyż uważają, że w długim okresie koszty transakcyjne takiego zachowania przewyższają osiągnane zyski.

Motywacją do podejmowania widocznej aktywności, zwłaszcza na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, jest również możliwość promocji swojej firmy w mediach, które w przypadku najważniejszych spółek śledzą i relacjonują wszystkie wydarzenia. Żaden z rozmówców nie przyznał się do takiej motywacji

⁵⁴⁰ J. Lakonishok, A. Shleifer, R. Vishny, *Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence on herding and feedback trading*, Working Paper Series no. 3846, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1991, s. 16–23.

swoich działań, ale niewątpliwie nazwiska zarządzających oraz nazwa ich pracodawców przewija się wielokrotnie w prasie – przykładowo nazwisko i nazwa firmy jednego z rozmówców pojawiły się w ostatnim roku 516 razy w prasie niemieckojęzycznej⁵⁴¹. Potencjalni klienci, widząc zaangażowanie inwestora w nadzór oraz jego profesjonalizm, mogą chętniej powierzać mu swoje środki finansowe. Zagadnienie to jednak wymagałoby dalszych badań przez np. anonimowe ankiety wśród zarządzających.

Rozmówcy zostali również zapytani, czy ich działania nie są hamowane przez obawy związane z dalszą karierą zawodową. Aktywna krytyka zarządów spółek mogłaby potencjalnie w przyszłości zaszkodzić w podejmowaniu nowych wyzwań zawodowych. Osoby publicznie krytykowane mogłyby mieć tendencję do blokowania kandydatur byłych zarządzających funduszami na eksponowane stanowiska. Rozmówcy zaprzeczyli, że mają takie obawy. Twierdzili, że działają w interesie obecnego pracodawcy i nie obawiają się konsekwencji w środowisku. Trudno ocenić, na ile ich odpowiedź była szczerą. Brak anonimowości jest ograniczeniem tego badania, tym bardziej że pytania dotyczą kwestii etycznych.

Ograniczenie przeprowadzonych badań stanowi polityka ochrony danych u inwestorów instytucjonalnych, a zatem brak możliwości uzyskania szczegółowych informacji o ich działalności. Dodatkowo metoda *case study* obejmuje jedynie kilka przypadków, a zatem wyniki nie mogą być uogólniane na całą populację zwłaszcza, jeśli rozmówcy zostali wybrani spośród najbardziej aktywnych i widocznych na rynku instytucji. Zatem uzyskane wyniki powinny być raczej traktowane jako zbiór najlepszych praktyk i baza wiedzy o formach zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór na spółkami, w których mają akcje, w kontekście zachodnioeuropejskich standardów ładu korporacyjnego.

4.5.6. Podsumowanie

Podsumowując przeprowadzone badanie metodą *case study* na podstawie pogłębionych wywiadów oraz analizy prasy i dokumentów, można stwierdzić, że inwestorzy instytucjonalni stanowią aktywną grupę akcjonariuszy i zwykle angażują się w nadzór nad spółkami, w których posiadają akcje (odpowiedź na pytanie badawcze nr 1). Dotyczy to największych inwestorów instytucjonalnych w Europie Zachodniej, prowadzących zarówno zarządzanie aktywne, jak i pasywne, a także inwestorów-aktywistów.

⁵⁴¹ Factiva Search, 3.12.2015.

W Europie Zachodniej inwestorzy instytucjonalni stanowią ważną grupę akcjonariuszy ze względu na aktywne zaangażowanie w nadzór nad spółkami giełdowymi. W akcjonariacie rozproszonym, który dominuje w krajach o dojrzałym rynku kapitałowym, profesjonalne podmioty zarządzające aktywami deklarują zainteresowanie działaniami zarządu spółek. Przejawia się to w regularnych prywatnych spotkaniach z ich członkami i z niezależnymi członkami rad nadzorczych oraz w publicznych przemówieniach w czasie Walnych Zgromadzeń Akcjonariuszy. Inwestorzy instytucjonalni uczestniczą również w głosowaniach, ale rzadko zgłaszają formalnie swoje wnioski (ze względu na trudność w zdobyciu poparcia większości rozproszonego akcjonariatu). Żaden z badanych nie wskazał na listę spółek obserwowanych jako formę wpływu na przedsiębiorstwa, jednakże w literaturze można odnaleźć takie przykłady. Badani rozmówcy wskazywali na częste kontakty (prywatne i publiczne) z zarządem i radą nadzorczą oraz udział w głosowaniach jako kluczowe formy zaangażowania (odpowiedź na pytanie badawcze nr 2). Badani rozmówcy nie uznali składania wniosków na WZA oraz tworzenia list spółek obserwowanych za formy zaangażowania istotne z punktu widzenia budowania wartości spółek, w których mają akcje.

Wprawdzie na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej ład korporacyjny nie jest kluczowym czynnikiem, który determinuje wybór papierów wartościowych do zakupu, to jednak ma on znaczenie dla wyboru strategii dalszego postępowania z nabytymi akcjami. W przypadku, gdy ład korporacyjny panujący w spółce daje dużo praw akcjonariuszom mniejszościowym i realny wpływ na spółkę, chętnie angażują się oni w nadzór. Jeżeli w danej spółce oraz na rynku, na którym działa, nie ma silnych dobrych praktyk ładu korporacyjnego, to akcjonariusze swoje niezadowolone z wyników spółki wyrażają przez sprzedaż akcji i w ograniczony sposób próbują wpływać na zarząd i radę w celu budowania wartości spółki (odpowiedź na pytanie badawcze nr 3).

Główną motywacją do podejmowania aktywności w akcjonariacie jest zatem wpływ na wartość spółki, tak aby osiągnąć jak najwyższą stopę zwrotu z inwestycji. Potencjalny do osiągnięcia zysk z takiego zaangażowania musi być jednak przeanalizowany pod kątem ponoszonych kosztów związanych z zaangażowaniem w nadzór nad spółką. Rozmówcy zaprzeczyli natomiast, że ich zaangażowanie ma charakter marketingowy lub osobisty (odpowiedź na pytanie badawcze nr 4).

Podjęwając decyzję inwestycyjną, inwestorzy biorą pod uwagę jej wycenę fundamentalną i perspektywy na wzrost wartości w przyszłości. Swoją rolę na budowanie tej wartości uzależniają od panującego ładu korporacyjnego. Sprawnie działające instytucje w Europie Zachodniej (na przykładzie Niemiec i Wielkiej Brytanii) zachęcają inwestorów instytucjonalnych do większego zaangażowania

w nadzór nad spółką przez kontakty z zarządem i radą nadzorczą oraz udział w głosowaniach na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy. Dzięki realnym możliwościom oddziaływania właścicieli na spółkę nie podejmują oni pochopnych decyzji o wycofaniu z inwestycji, co wprowadza większą stabilność na rynki kapitałowe i do poszczególnych spółek, a także wpływa na wyższą jakość zarządzania.

Podsumowując, cel jakościowego badania empirycznego na rynku zachodnioeuropejskim został osiągnięty oraz otrzymano odpowiedzi na wszystkie pytania badawcze.

4.6. Porównanie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Polsce i w Europie Zachodniej – kluczowe zagadnienia

Postępująca globalizacja prowadzi do konwergencji systemów ładu korporacyjnego i działalności nadzorczej inwestorów instytucjonalnych (m.in. wytyczne organizacji międzynarodowych) na świecie oraz umiędzynarodowienia rynków kapitałowych, co pozornie może sugerować, że działalność inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy również ulega ujednoczeniu.

Z rozważań na temat działalności inwestorów instytucjonalnych i ich zaangażowania w nadzór nad spółkami wynikają jednak pewne różnice pomiędzy rynkiem polskim i zachodnioeuropejskim, mogące ostatecznie wpływać na skuteczność podejmowanych działań w zakresie nadzoru nad spółkami, w których posiadają akcje. Przedstawiona poniżej analiza porównawcza dotyczy jedynie segmentów rynku, który reprezentowali rozmówcy, co może nie być miarodajne dla całych rynków – polskiego i zachodnioeuropejskiego. O ile rynek polski został opisany kompletnie w zakresie działalności funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, to w przypadku Europy Zachodniej wyniki należy traktować jako zbiór najlepszych praktyk. Różnice pomiędzy tymi dwoma rynkami zostały przedstawione w tabeli 17.

W zakresie systemu ładu korporacyjnego kluczowe różnice dotyczą dominującej struktury własności spółek. Postępujące rozdrobnienie akcjonariatu w krajach zachodnioeuropejskich sprzyja umacnianiu się roli inwestorów instytucjonalnych w nadzorze nad spółką. Dodatkowe wsparcie stanowią regulacje prawne, których celem jest wzmacnianie praw akcjonariuszy mniejszościowych. Wprawdzie inwestorzy instytucjonalni narażeni są na konflikt agencji typu I z menedżerami, jednak udaje im się uniknąć konfliktu agencji typu II z akcjonariuszem dominującym, który powszechniej występuje w Polsce ze względu na większą koncentrację własności i słabszą ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. Generalnie wydaje się,

że akcjonariusz mniejszościowy lub ich grupa ma większy wpływ na menedżerów, których WZA może odwołać, niż na akcjonariusza większościowego. Przestrzeganie praw akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach jest też motywowane faktem, że w krajach Europy Zachodniej finansowanie pochodzące z rynku kapitałowego ma coraz większe znaczenie dla spółek, zatem ich głos w sprawach spółki jest istotny, są bowiem ważnymi dostarczycielami kapitału. Ponadto jednopoziomowa organizacja systemu nadzoru w większości systemów ładu korporacyjnego sprzyja większemu dostępowi niezależnych członków do informacji niż wydzielenie rady nadzorczej jako osobnego gremium, jak ma to miejsce w Polsce.

Tabela 17. Najważniejsze różnice w otoczeniu i działalności inwestorów instytucjonalnych w Polsce i w Europie Zachodniej

Zagadnienie	Polska	Europa Zachodnia
System ładu korporacyjnego		
Koncentracja własności w spółkach	Wysoka	Średnia/Niska
Organizacja systemu nadzoru	Dwupoziomowa	Głównie jednopoziomowa, czasami dwupoziomowa (Niemcy)
Znaczenie giełdy	Średnie	Średnie/Wysokie
Rynek inwestorów instytucjonalnych		
Wielkość funduszy	Niewielkie	Duże
Zasięg	Krajowy	Globalny
Typ funduszy	Aktywnie zarządzane	Zarządzane aktywnie i pasywnie
Obecność funduszy-aktywistów	Nie	Tak
Formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami		
Konstruktywny dialog z zarządem	Niesformalizowany, prywatny	Niesformalizowany i sformalizowany, prywatny i publiczny
Udział w WZA	Rzadki (małe podmioty) / Częsty (duże podmioty)	Częsty, również korzystanie z <i>proxy voting</i>
Aktywność na WZA	Głosowanie	Głosowanie, przemówienia
Tematyka wniosków na WZA	Korporacyjna (bezpośredni interes inwestora instytucjonalnego)	Korporacyjna i CSRowa (czyli również interesy innych interesariuszy)
Wypowiedzi w prasie	Rzadkie	Częste
Wewnętrzna organizacja nadzoru nad spółkami		
Odpowiedzialność za nadzór nad spółkami	Zarządzający (w przypadku dużych podmiotów wspierany przez osobny dział)	Dedykowany osobny dział lub zarządzający samodzielnie
Stopień sformalizowania nadzoru	Niski (małe podmioty) / Średni (duże podmioty)	Wysoki

Źródło: opracowanie własne.

Także struktura rynku inwestorów instytucjonalnych w Polsce różni się od tej w Europie Zachodniej, gdzie działają w głównej mierze duże, globalne podmioty, inwestujące zarówno pasywnie, jak i aktywnie. Dodatkowo funkcjonują tam inwestorzy-aktywiści, którzy traktują nadzór nad spółkami i wpływanie na zarządzanie w nich jako swoją kluczową działalność.

Na obu rynkach konstruktywny dialog z zarządem uważany jest za najbardziej skuteczną formę zaangażowania w nadzór nad spółkami. Jednak w funduszach inwestycyjnych i emerytalnych w Polsce przyjmuje on jedynie formę prywatnych spotkań biznesowych, natomiast u największych inwestorów instytucjonalnych w Europie Zachodniej proces ten jest sformalizowany. Ponadto odbywa się nie tylko w formie prywatnych rozmów, ale również publicznych wystąpień (np. listów otwartych), także wspólnie z innymi akcjonariuszami. Presja na zarządy wywierana jest również w czasie WZA przez wygłaszanie przemówień i częste głosowanie przeciw. Nieopłacalność udziału w WZA dla małych funduszy i brak *proxy votingu* powoduje generalnie stosunkowo rzadszy udział przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych w Polsce w WZA. Ponadto przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych nie zabierają głosu w czasie WZA i stosunkowo rzadziej głosują przeciw uchwałom proponowanym przez zarząd (jedynie największe fundusze są tu porównywalnie aktywne). Tematyka sprzeciwu jest również inna – przedstawiciele polskich podmiotów skupiają się głównie na obronie własnych interesów związanych z prawami wynikającymi z posiadanych akcji (np. dywidendy, podwyższenie kapitału, wynagrodzenia), podczas gdy ich zachodnioeuropejscy odpowiednicy deklarują również zainteresowanie ochroną interesów większej grupy interesariuszy (np. kwestie etyczne, społeczne i ekologiczne) – dotyczy to przede wszystkim funduszy-aktywistów. Dodatkową formą zaangażowania są częste wypowiedzi w prasie, które w Polsce należą do rzadkości i dotyczą zazwyczaj kwestii związanych z dywidendami i wezwaniami.

Również organizacja procesu nadzoru nad spółkami portfelowymi w strukturach wewnętrznych inwestora instytucjonalnego jest różna. W Polsce odpowiada za to zarządzający portfelem, który w przypadku największych funduszy miewa wsparcie osobnego działu o charakterze prawno-administracyjnym. Natomiast w największych funduszach zachodnioeuropejskich, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii, wydzielone są odrębne jednostki organizacyjne, specjalizujące się wyłącznie w kwestiach związanych z *corporate governance* spółek. Opłacalność takiej struktury organizacyjnej wynika z globalnej skali działalności tych podmiotów. Procesy związane z nadzorem są tam również sformalizowane. W przypadku Polski jedynie przedstawiciele największych funduszy deklarowali obecność formalnych procesów w tym obszarze działalności (np. dotyczącej udziału i głosowania w WZA).

Konkludując, przedstawione wyraźne różnice w czterech obszarach – zarówno kontekstu systemów ładu korporacyjnego i rynku inwestorów instytucjonalnych, jak i samych form zaangażowania i organizacji procesów wewnętrznych w analizowanych dwóch przypadkach pozwalają podejrzewać, że skuteczność podejmowanych działań w zakresie nadzoru nad spółkami portfelowymi w Polsce i Europie Zachodniej może być taka sama. Polskiemu rynkowi i podmiotom na nim działającym brakuje jeszcze pełnej dojrzałości, która cechuje się m.in. zgodnym współdziałaniem akcjonariuszy i menedżerów w celu budowania wartości spółek (zgodnie z teorią zarządcy). Z pewnością istnieje więc pole do doskonalenia w kierunku najlepszych praktyk prezentowanych przez inwestorów instytucjonalnych działających w krajach Europy Zachodniej.

4.7. Podsumowanie

Cel badania został osiągnięty, gdyż została zweryfikowana hipoteza badawcza. Okazało się, że wyższy udział obecności inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych w Polsce nie współwystępuje z ich wyższą wyceną rynkową. Oszacowanie zaproponowanego modelu ekonometrycznego wskazuje, że wyższy udział obecności inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych w Polsce (powyżej 27%) współwystępuje z ich niższą wyceną rynkową. Ponadto scharakteryzowane zostało zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Polsce, w których posiadają oni akcje, oraz porównano tę działalność z najlepszymi praktykami podobnych podmiotów zagranicą (w ramach badania metodą *case study*). Wykazane różnice w tym obszarze sugerują niepełną dojrzałość rynku polskiego, który może być klasyfikowany jako rynek wschodzący. Mogą one częściowo tłumaczyć negatywny związek, wynikający z modelu ekonometrycznego. Innymi czynnikami, które wydają się wpływać na tę sytuację, są m. in. wspomniana skłonność inwestorów instytucjonalnych do kupowania akcji o wycenach poniżej ich potencjału i sprzedaż, gdy osiągną wyższe wyceny rynkowe, w celu osiągnięcia zysku; chęć naśladowania większych podmiotów przez mniejsze, co chwilowo prowadzi do wzrostu cen papierów wartościowych, które potem stabilizują się i spadają; a także obecność zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, którzy nie angażują się aktywnie w nadzór na polskim rynku. Te czynniki nie były przedmiotem niniejszego badania.

Przeprowadzone badania empiryczne – badanie ilościowe i jakościowe dla rynku polskiego oraz badanie jakościowe dla rynku zachodnioeuropejskiego – pozwoliły na lepsze zrozumienie tego zagadnienia.

Reasumując, obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych w Polsce nie prowadzi do wyższych wycen rynkowych ich akcji. Porównując zaangażowanie przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad tymi spółkami z najlepszymi praktykami podmiotów działających w Europie Zachodniej, można stwierdzić, że istnieją różnice w zakresie systemu ładu korporacyjnego, struktury rynku inwestorów instytucjonalnych, jak i wewnętrznej organizacji i form tego zaangażowania, które przynajmniej częściowo wydają się tłumaczyć tę zależność.

ZAKOŃCZENIE

Cel niniejszego opracowania został osiągnięty, ponieważ określono rolę inwestorów instytucjonalnych w procesie nadzoru nad spółkami giełdowymi, w których posiadają akcje, oraz ich znaczenie dla budowania wartości rynkowej tych spółek.

Zweryfikowano hipotezę badawczą oraz udzielono odpowiedzi na pytania badawcze. W przypadku rynku polskiego okazało się, że wyższy udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółki giełdowej nie współwystępuje z jej wyższą wartością rynkową. Przyczyn tej zależności można upatrywać m.in. w brakach związanych z poziomem zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami na polskim rynku kapitałowym w porównaniu do najlepszych praktyk podobnych podmiotów w Europie Zachodniej.

Ład korporacyjny, definiowany w niniejszym opracowaniu jako system sprawowania nadzoru nad działalnością spółki przez jej właścicieli i zasad współpracy wszystkich interesariuszy, mający na celu osiągnięcie przez nią zrównoważonego wzrostu uwzględniającego społeczny oraz systemowy kontekst jej działalności, stanowi instytucjonalne ramy dla akcjonariuszy w wykonywaniu praw wynikających z posiadanych przez nich akcji spółek giełdowych.

Rynek inwestorów instytucjonalnych, rozumianych jako fundusze inwestycyjne, emerytalne, banki i zakłady ubezpieczeń, na świecie rozwija się dynamicznie od lat 90. XX wieku, a obecnie ich udział w obrotach na giełdach światowych wynosi około 80%. Nabywając akcje, inwestorzy instytucjonalni korzystają z możliwości działania w spółkach. Przyczyniają się również do kreowania i ewolucji jego elementów. Jednym z mechanizmów, na który wpływają, jest struktura własności spółek. Historycznie była ona skoncentrowana, związana z dominacją rodzin, holdingów i banków. Wraz z rosnącym znaczeniem podmiotów zbiorowego inwestowania na rynku kapitałowym i konieczności pozyskiwania finansowania z giełdy, ulega ona stopniowemu rozproszeniu. Dodatkowo sprzyjają temu rozwiązania prawne w zakresie np. limitów inwestycyjnych czy ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Inwestorzy instytucjonalni dywersyfikują swoje portfele. Pomimo niewielkich udziałów w akcjonariacie nie rezygnują z zaangażowania w nadzór.

Struktura własności jest tylko jednym z mechanizmów ładu korporacyjnego, który kształtują inwestorzy instytucjonalni. Angażują się oni zarówno w funkcjonowanie wewnętrzne spółek, jak i mechanizmy zewnętrzne. W ramach tego pierwszego korzystają z przysługujących im praw, uczestnicząc w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, w czasie których m.in. wybierają członków rad nadzorczych. Banki i zakłady ubezpieczeń mogą być nie tylko akcjonariuszami, ale pełnić też funkcję kontrahentów dla spółek, wspierając je w działalności biznesowej. Angażując się w mechanizmy zewnętrzne ładu korporacyjnego, inwestorzy instytucjonalni są aktywnymi uczestnikami rynków kapitałowych, wpływają na kształtowanie się cen i płynność rynku papierów wartościowych oraz są źródłem kapitału dla spółek na rynku pierwotnym. Wspierają również regulatorów rynków finansowych w tworzeniu standardów w zakresie kształtowania wymagań dotyczących polityki informacyjnej i ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych.

W ramach czterech przytoczonych w niniejszym opracowaniu modeli teoretycznych ładu korporacyjnego, zaproponowanych przez B. Trickera⁵⁴², inwestorzy instytucjonalni pełnią funkcję zarówno profesjonalnych podmiotów zbiorowego inwestowania, dbających o prawa właścicieli kapitału (prosty model finansowy), jak i doradców dla menedżerów w spółce (model odpowiedzialnego gospodarza). Jednocześnie dbają o swój nadrzędny interes, czyli osiągnięcie jak najwyższej stopy zwrotu z podjętej inwestycji w akcje spółki (model interesariusza). Ich działalność musi jednocześnie być zgodna z obowiązującym prawodawstwem krajowym i wewnętrznymi regulacjami (model polityczny).

Wśród wielu teorii w naukach o zarządzaniu teoria agencji i teoria zarządcy wydają się najlepiej odzwierciedlać rolę inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy w spółkach. W rozproszonej strukturze własności są oni stroną w konflikcie agencji z menedżerami (typ I), natomiast w przypadku dużej koncentracji własności konflikt ten występuje z akcjonariuszem dominującym (typ II). Jednym z celów działania inwestorów instytucjonalnych w spółkach, w których posiadają akcje, powinno być łagodzenie konfliktów agencji, gdyż to pozwala na budowanie wartości spółek w długim okresie. Natomiast w świetle teorii zarządcy, inwestorzy instytucjonalni pełnią funkcję doradcą dla menedżerów, wykorzystując swój profesjonalizm i znajomość uwarunkowań biznesowych, a także efekt skali swojej działalności. Poziom zastosowania obu teorii w odniesieniu do tych podmiotów zależny jest od czynników psychologicznych, kultury korporacyjnej oraz stosunków społecznych. Działanie zgodne z teorią zarządcy jest efektywniejsze, ale wymaga wysokiego poziomu kapitału społecznego w danym kraju.

⁵⁴² B. Tricker, 2000, op.cit.

Rola inwestorów instytucjonalnych w spółkach jest w dużej mierze zależna od systemu ładu korporacyjnego. W systemie anglosaskim, w rozproszonej strukturze własności, podlegają oni wprawdzie teoretycznie konfliktowi agencji (typu I) z menedżerami, jednak wysoki poziom kapitału społecznego i ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych sprzyja pełnieniu przez nich funkcji doradczej dla spółek. Z drugiej strony, w przypadku systemów tradycyjnie panujących w krajach Europy kontynentalnej dominującą rolę odgrywa konflikt agencji z akcjonariuszem większościowym (typu II), który jest wzmocniany przez czynniki kulturowe (np. duży dystans władzy). Postępujące zjawisko globalizacji oraz regulacji rynków kapitałowych sprzyja konwergencji systemów ładu korporacyjnego w kierunku rozwiązań systemu anglosaskiego. Przyczyniają się do tego również inwestorzy instytucjonalni, których działalność staje się coraz bardziej międzynarodowa, a wymagania wobec spółek będących ich celami inwestycyjnymi są coraz bardziej jednorodne.

Celem działalności inwestorów instytucjonalnych jest osiągnięcie jak najwyższych stóp zwrotu z zainwestowanych środków, zatem powinni być oni zainteresowani zwiększaniem wartości rynkowej spółek, w których posiadają akcje. W procesie inwestowania wykorzystują głównie szereg wskaźników finansowych, nie pomijając jednak informacji dotyczących poziomu jakości ładu korporacyjnego w spółkach, będących potencjalnymi celami inwestycyjnymi.

Ze względu na mnogość przyjmowanych strategii i liczbę czynników wpływających na osiągnięte stopy zwrotu, jedną z form dbania o ich wyższy poziom jest korzystanie z praw, wynikających z posiadanych akcji, czyli zaangażowanie w nadzór nad spółkami. Taką działalność rekomendują inwestorom instytucjonalnym organizacje międzynarodowe (OECD, UE), które upatrują w niej źródła wzrostu dla spółek, a tym samym zrównoważonego globalnego wzrostu gospodarczego.

Postępowanie inwestorów instytucjonalnych nie jest jednolite. W zależności od przyjętej strategii, horyzontu czasowego, struktury portfela inwestycyjnego oraz celów, poziom zaangażowania może być różny – od całkowitego braku zainteresowania sprawami spółki do zaangażowania insiderskiego⁵⁴³. Do jego form zalicza się najczęściej konstruktywny dialog z zarządem i radą nadzorczą oraz głosowanie i składanie wniosków w czasie walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Wśród inwestorów instytucjonalnych wyróżniają się inwestorzy-aktywiści, którzy wyjątkowo chętnie korzystają z przysługujących im praw i uczynili z aktywnego nadzoru jeden z głównych celów swojej działalności. Profesjonalizm działania inwestorów instytucjonalnych ma dyscyplinujący wpływ na menedżerów w spółkach i stąd teoretycznie powinien prowadzić do wzrostu ich wartości.

⁵⁴³ S. Celik, M. Isaksson, op.cit.

Istnieje wiele badań naukowych, które traktują o zależności pomiędzy obecnością inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych a ich wartością rynkową. Wyniki tych dociekań nie są jednoznaczne. Zarówno w badaniach przeprowadzanych globalnie, jak i obejmujących tylko pojedyncze kraje rozwinięte lub rozwijające się, osiągnano rezultaty wskazujące zarówno na pozytywny, jak i negatywny związek pomiędzy udziałem inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek a ich wyceną rynkową.

W Polsce podstawy prawne systemu ładu korporacyjnego tworzą dobre warunki do zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami notowanymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Stosowanie przez spółki „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016” zapewnia m.in. ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych, która jest konieczna do efektywnego zaangażowania ze względu na skoncentrowany charakter własności polskich spółek giełdowych i zagrożenie konfliktem agencji typu II.

Główne grupy inwestorów instytucjonalnych (w rozumieniu tego opracowania) na polskim rynku kapitałowym stanowią fundusze inwestycyjne i emerytalne, których udział w kapitalizacji GPW stopniowo wzrastał i w 2015 roku wynosił około 25%. Zasady działalności tych podmiotów są prawnie określone w odpowiednich ustawach. Posiadanie znaczących⁵⁴⁴ pakietów akcji w spółkach obliguje je do zaangażowania w nadzór, którego rekomendacje zostały zawarte w Kodeksie Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. Ich stosowanie sprawia, że polscy inwestorzy instytucjonalni nie powinni być postrzegani jako „anonimowi” właściciele, a angażujący się doradcy (zgodnie z teorią zarządcy).

Wprawdzie istnieją badania naukowe opisujące to zaangażowanie, a także opracowania dotyczące związku poziomu jakości ładu korporacyjnego i wartości spółek giełdowych w Polsce, to jednak brakuje bardziej szczegółowych analiz empirycznych w obszarze zaangażowania inwestorów instytucjonalnych i potencjalnego kreowania przez nich wartości w spółkach. Niniejsze opracowanie pozwala wypełnić tę lukę.

Przeprowadzone badanie empiryczne miało na celu określenie, czy wyższy udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych w Polsce współwystępuje z ich wyższą wyceną rynkową. Otrzymane wyniki badania ilościowego stanowią inspirację do jakościowego scharakteryzowania zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami w Polsce, w których posiadają akcje i porównanie ich działalności z najlepszymi praktykami podobnych podmiotów w krajach Europy Zachodniej.

⁵⁴⁴ Przykładowo 5% udziału w akcjonariacie powinno zobowiązywać akcjonariusza do udziału w WZA.

Wykorzystując paradygmat pozytywistyczny dla badania ilościowego oraz krytyczny realizm w badaniu jakościowym, zastosowano odpowiednio metody ekonometryczne oraz *case study* dla osiągnięcia wspomnianego celu. Na jego bazie sformułowana została hipoteza stwierdzająca, że wyższy udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółki współwystępuje z jej wyższą wyceną rynkową na podstawie dotychczasowych rozważań teoretycznych. Następnie dokonano jej ilościowej weryfikacji dla rynku polskiego. Osiągnięty wynik posłużył jako inspiracja do stworzenia badania jakościowego (*case study*), które miało na celu identyfikację metod zaangażowania inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy w nadzór w spółkach giełdowych, jego kontekstu oraz efektywności.

Próbie w badaniu ilościowym stanowiło 108 spółek notowanych na GPW w latach 2005–2014. Wykorzystano więc dane panelowe, których estymacji dokonano w ramach modelu panelowego z efektami ustalonymi. Zmienna objaśniana – cena do wartości księgowej (*Price to Book Value*) – określająca wartość rynkową spółki, została opisana za pomocą szeregu zmiennych objaśniających (zwrot z kapitału – również z dwoma opóźnieniami, *beta*, poziom zadłużenia, suma aktywów, udział inwestorów instytucjonalnych⁵⁴⁵ w akcjonariacie – zmienna zerojedynkowa, również z opóźnieniem). W celu zachowania najwyższej jakości przygotowanego modelu wykorzystano kryterium Akaike’a i wybrano próg udziału inwestorów instytucjonalnych na poziomie łącznie 27%. Ostatnia zmienna przyjęła więc wartość 1 powyżej tego poziomu i 0 poniżej. Estymacja modelu wskazała, że udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie powyżej 27% w poprzednim roku oraz w bieżącym roku współwystępuje z niższym wskaźnikiem ceny do wartości księgowej (P/BV) na poziomach istotności odpowiednio 1% i 5%.

Istnieje wiele różnorodnych zjawisk, które mogą tłumaczyć osiągnięty wynik. Inwestorzy instytucjonalni mogą skupiać się na nabywaniu akcji spółek o niższych wycenach rynkowych i pozbywać się tych papierów, gdy osiągną satysfakcjonującą stopę zwrotu. Istotny jest również sposób wynagradzania zarządzających portfelami inwestycyjnymi (np. na podstawie benchmarku), który może zachęcać do zachowań stadnych, niekoniecznie racjonalnych. Zakładając, że zaangażowanie w nadzór nad spółkami buduje ich długoterminową wartość, uzależnienie bonusów u inwestorów instytucjonalnych jedynie od osiągniętych krótkoterminowych stóp zwrotu nie zachęca ich do tego typu działalności. Nie bez znaczenia jest także system ładu korporacyjnego, który dopiero się kształtuje. Skoncentrowana struktura własności często stanowi utrudnienie dla akcjonariuszy mniejszościowych w dostępie do informacji i egzekwowaniu praw, wynikających z posiadanych

⁵⁴⁵ W rozumieniu tego opracowania.

akcji. Podsumowując, czynniki tłumaczące osiągnięte wyniki mogą pojawić się na wszystkich etapach procesu inwestycyjnego – decyzji inwestycyjnej, w trakcie posiadania papierów w portfelu oraz na etapie sprzedaży. Sposób działania inwestora instytucjonalnego może być zależny od jego otoczenia zewnętrznego (system ładu korporacyjnego, sposób wynagradzania w branży) oraz charakterystyki wewnętrznej (strategia i polityka inwestycyjna, polityka wynagrodzeń).

Na etapie posiadania akcji w portfelu inwestycyjnym inwestorzy instytucjonalni mogą korzystać z praw wynikających z własności tych papierów wartościowych. Znaczenie i poziom zaangażowania w nadzór nad spółkami zależą w znacznej mierze od stopnia rozwoju rynku i tradycji. Zachętę do aktywności stanowią doświadczenie, profesjonalizm i chęć osiągnięcia zysków z zainwestowanego kapitału. Natomiast specyficzna strategia inwestycyjna (nabywanie akcji spółek o niskich wycenach rynkowych i ich szybka sprzedaż po osiągnięciu satysfakcjonującej stopy zwrotu), konflikt interesów, sposób wynagradzania i nieefektywność ładu korporacyjnego zniechęcają do takiego zaangażowania. Na podstawie przeprowadzonego badania jakościowego dokonano próby określenia charakterystyki zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w Polsce w nadzór nad spółkami, w których posiadają oni akcje.

Na podstawie przeprowadzonych ośmiu wywiadów pogłębionych z przedstawicielami inwestorów instytucjonalnych (dobór próby: pięć OFE oraz trzy TFI; cztery podmioty duże i cztery niewielkie pod względem aktywów; cztery z właścicielem w Polsce i cztery – zagranicą) oraz analizy różnorodnych dokumentów i prasy, opisano czynniki i proces podejmowania decyzji inwestycyjnych, scharakteryzowano formy zaangażowania w nadzór, określono elementy motywujące i zniechęcające do takiej aktywności, a także opisano rolę ładu korporacyjnego w tych procesach.

Wyniki badania jakościowego pokazują, że przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów instytucjonalnych, najważniejsza jest analiza fundamentalna. Zwracają oni jednak również uwagę na kompetencje osób zasiadających w zarządzie oraz w radzie nadzorczej, a także na stosowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego, gdyż to pozwala oczekiwać wzrostu wartości spółki w przyszłości. Wśród pozostałych analizowanych czynników są: dywidendy, możliwość zgłaszania członków niezależnych do rady nadzorczej, brak akcji uprzywilejowanych, analiza techniczna oraz strategia konkurentów. Proces podejmowania decyzji inwestycyjnej w podmiotach zbiorowego inwestowania bywa zarówno bardzo sformalizowany, jak i zdecentralizowany.

Posiadając akcje w portfelu, fundusze inwestycyjne i emerytalne w Polsce deklarują zaangażowanie się w nadzór nad tymi spółkami.

Najważniejszą formą tej działalności jest konstruktywny dialog z zarządem i radą nadzorczą, będący procesem niesformalizowanym, polegającym na regularnych spotkaniach z członkami tych gremiów w celu omówienia zagadnień finansowych, strategicznych i operacyjnych, a także przekazaniu własnych rekomendacji dla spółki. Przedstawiciele inwestorów instytucjonalnych odgrywają więc rolę profesjonalnych doradców, którym zależy na budowaniu wartości spółek. Swoją działalnością mogą przyczynić się również do łagodzenia konfliktu agencji, dzięki bezpośredniemu monitoringowi poczynań menedżerów. Uważają oni tę formę zaangażowania jako najskuteczniejszą.

Kolejnym sposobem realizacji praw wynikających z własności akcji jest udział i głosowanie w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Większość rozmówców podkreślała, że w zależności od wielkości posiadanego pakietu akcji są oni zobligowani lub nie do takiego zaangażowania. Generalnie podmioty o wyższej sumie aktywów uczestniczą rocznie w większej liczbie walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Największe z nich posiadają także wydzielone jednostki organizacyjne, wspierające zarządzających w przygotowaniu do głosowań lub korzystają z usług zewnętrznych doradców. Ich procesy są również bardziej sformalizowane oraz częściej głosują przeciw uchwałom proponowanym przez zarząd, zazwyczaj w tematyce podwyższenia kapitału, wynagrodzeń i dywidend, niż podmioty mniejsze pod względem wielkości sumy aktywów.

Akcjonariusze mają również prawo do składania własnych wniosków w czasie walnych zgromadzeń akcjonariuszy – inwestorzy instytucjonalni uważają to za umiarkowane lub mało skuteczną formę oddziaływania na spółkę. Największe podmioty składają po kilkanaście takich projektów rocznie, które najczęściej dotyczą kandydatów do rady nadzorczej, podziału zysku, wynagrodzeń, strategii.

Inne formy zaangażowania w nadzór nad spółkami w Polsce nie są stosowane. Sporadycznie zdarzają się jedynie wypowiedzi w prasie, które mają na celu zwrócenie uwagi na np. zbyt niską wycenę spółki w czasie wezwania na akcje.

Główną motywacją do zaangażowania w nadzór nad spółkami wśród przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych jest wewnętrzne poczucie obowiązku i potrzeba dzielenia się wiedzą z zarządami, co ma prowadzić do budowania wartości spółek i osiągania wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Z drugiej strony, duży nakład pracy i niemierzalność efektów to czynniki, które zniechęcają inwestorów instytucjonalnych do aktywności.

Brak stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez spółki należy również do kwestii demotywujących akcjonariuszy mniejszościowych do zaangażowania w nadzór. Ten czynnik analizowany jest zwykle już na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej – poważne zastrzeżenia prowadzą do konieczności dokonania

pogłębionej analizie. Jeżeli powstają wątpliwości w tym obszarze po dokonaniu inwestycji, to skracany jest jej horyzont czasowy, a akcje sprzedawane.

Przeprowadzone badanie jakościowe dla przypadku rynku polskiego pozwoliło na stworzenie wstępnego uogólnienia. Poziom zaangażowania w nadzór nad spółkami giełdowymi wśród inwestorów instytucjonalnych wydaje się być zależny od wartości sumy ich aktywów. Większe podmioty nabywają znacznie większe pakiety akcji, mają więc większy udział w strukturze własności, a zatem większy wpływ na spółkę – zaangażowanie jest więc dla nich bardziej opłacalne, również dzięki efektowi skali. Jako akcjonariusze mniejszościowi, inwestorzy instytucjonalni są świadomi, że podlegają konfliktowi agencji (typu II), lecz rosnący poziom jakości ładu korporacyjnego w spółkach zachęca ich do pełnienia roli aktywnych doradców zgodnie z teorią zarządcy.

Poziom zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami na polskim rynku został zestawiony z najlepszymi praktykami podobnych podmiotów działających w Europie Zachodniej (czterej rozmówcy pochodzili z Niemiec i Wielkiej Brytanii i reprezentowali fundusz zarządzany aktywnie i pasywnie, stowarzyszenie inwestorów instytucjonalnych oraz fundusz-aktywistę).

W procesie inwestycyjnym u wszystkich podmiotów brany pod uwagę jest stopień stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego, który jednak nie ma kluczowego znaczenia przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Jego niski poziom może natomiast decydować o szybszym wycofaniu z inwestycji, a także braku zainteresowania zaangażowaniem w nadzór.

Wszystkie typy podmiotów, których działalność została przeanalizowana, deklaruje zaangażowanie w nadzór nad spółkami. Najbardziej skuteczną formą, czyli konstruktywny dialog z zarządem, odbywa się zarówno w sposób niesformalizowany, czyli przez regularne spotkania zarządzającego portfelem z członkami zarządu/rady dyrektorów, jak i w sposób formalny poprzez wydzieloną jednostkę organizacyjną, wyznaczającą i monitorującą realizację rekomendacji dla spółki. Ma to miejsce w szczególności w przypadku inwestorów-aktywistów oraz dużych funduszy zarządzanych pasywnie. Dodatkowo podejmowany jest publiczny dialog w formie listów otwartych w prasie oraz wygłaszanie przemówień w czasie walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Udział i głosowanie w czasie tych zgromadzeń uważane są również za istotny element zaangażowania, pozwalający na publiczne wyrażenie opinii na temat poczynań zarządu spółki. Pewne utrudnienie w tym obszarze stanowią koszty logistyki oraz procedury prawne w przypadku podmiotów działających globalnie, a także trudność w osiągnięciu porozumienia z innymi inwestorami instytucjonalnymi. Podobny problem dotyczy składanych wniosków przez akcjonariuszy mniejszościowych w czasie Walnych Zgromadzeń

Akcjonariuszy. Przyjęcie takich wniosków jest niemal niemożliwe, więc składane są jedynie w celu zwrócenia uwagi na określony problem – zwykle proponowane są przez inwestorów-aktywistów.

Analizując dodatkowe czynniki wpływające na poziom zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w akcjonariatach, sformułowano następujące wnioski na podstawie deklaracji rozmówców. Podmioty te nie podlegają zachowaniom stadnym, gdyż nie uzależniają swoich działań od zachowania konkurencji. Ich motywacją do zauważalnego zaangażowania nie stanowi promocja i działalność marketingowa. Nie obawiają się również, że ich działalność wzbudzi niechęć w środowisku i zaszkodzi im w podejmowaniu nowych wyzwań zawodowych w przyszłości.

Przeprowadzone analizy dwóch przypadków – Polski i Europy Zachodniej – pozwoliły zauważyć różnice w sposobie funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych i ich zaangażowania w nadzór nad spółkami na obu rynkach. W zakresie kontekstu⁵⁴⁶, występują one głównie w obszarze systemów ładu korporacyjnego (poziom skoncentrowania struktury własności) oraz rynku inwestorów instytucjonalnych (wielkość podmiotów, zasięg ich działania). W obszarze funkcjonowania podmiotów występują różnice w formach zaangażowania (sformalizowanie, sposób i tematyka) oraz wewnętrznej organizacji (wydzielone jednostki organizacyjne).

Badanie empiryczne pozwoliło więc stwierdzić, że obecność inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie polskich spółek giełdowych nie prowadzi do ich wyższych wycen rynkowych. Na podstawie literatury oraz porównania z działalnością podobnych podmiotów w Europie Zachodniej wy tłumaczenia tego zjawiska można upatrywać w cechach charakterystycznych dla polskiego rynku, zarówno w zakresie ładu korporacyjnego, jak i rynku, działalności i organizacji wewnętrznej inwestorów instytucjonalnych.

Konkludując, inwestorzy instytucjonalni są podmiotami o rosnącym znaczeniu dla rynku kapitałowego na całym świecie, głównie ze względu na postępującą globalizację. Upowszechnienie stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego, których celem jest m.in. redukcja konfliktu agencji, oraz konwergencja systemów *corporate governance* pozwala tym podmiotom na skuteczniejszą realizację ich celów biznesowych, gdyż umożliwia im efektywne angażowanie w nadzór nad spółkami giełdowymi, w których posiadają akcje. Mogą być oni postrzegani jako rzetelni doradcy dla menedżerów w świetle teorii zarządcy. Ich działalność nadzorczą ma prowadzić do wzrostu wartości spółek i osiągnięcia przez inwestorów instytucjonalnych wyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału, a w konsekwencji – do bardziej zrównoważonego i dynamicznego rozwoju gospodarczego.

⁵⁴⁶ Kontekst rozumiany jako zespół czynników tworzących tło dla omawianych zjawisk.

Spis tabel

Tabela 1. Aktywa inwestorów instytucjonalnych jako udział w PKB wybranych krajów w latach 2007 i 2014 [w %]	28
Tabela 2. Rodzaje funduszy emerytalnych	35
Tabela 3. Założenia teorii agencji i teorii zarządcy	62
Tabela 4. Klasyfikacja i charakterystyka systemów ładu korporacyjnego	65
Tabela 5. Przegląd najważniejszych badań naukowych	111
Tabela 6. Przegląd badań naukowych w krajach <i>emerging markets</i>	112
Tabela 7. Koncentracja własności ze względu na tożsamość akcjonariusza dominującego w 2011 roku w spółkach notowanych na GPW	128
Tabela 8. Polski system ładu korporacyjnego – podsumowanie	130
Tabela 9. OFE w Polsce – grudzień 2015 [w złotych]	138
Tabela 10. Spółki, w których udział OFE wśród akcjonariuszy przekracza 40% (2015)	142
Tabela 11. Perspektywy poznawcze w teorii organizacji według Hatcha	151
Tabela 12. Użycie analizy przypadków w różnych podejściach metodologicznych (paradygmatach)	157
Tabela 13. Podział inwestorów instytucjonalnych uwzględnionych w badaniu	165
Tabela 14. Deklarowany udział funduszy w WZA w poprzednim roku	191
Tabela 15. Wnioski zgłaszane przez fundusze na WZA w ostatnim roku	194
Tabela 16. Profile rozmówców z Europy Zachodniej	208
Tabela 17. Najważniejsze różnice w otoczeniu i działalności inwestorów instytucjonalnych w Polsce i w Europie Zachodniej	232

Spis schematów

Schemat 1. Schemat przeprowadzonego badania empirycznego	160
Schemat 2. Schemat doboru próby badania <i>case study</i>	161
Schemat 3. Schemat prowadzenia badania ilościowego	162
Schemat 4. Statystyki opisowe danych	166
Schemat 5. Macierz korelacji danych	167
Schemat 6. Diagnostyka panelu	170
Schemat 7. Oszacowanie modelu	172
Schemat 8. Empiryczne i wyrównane wartości <i>Price to Book Value</i> według oszacowanego modelu	173

Spis rysunków

Rysunek 1. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w ujęciu globalnym [w bln dolarów]	34
Rysunek 2. Zaangażowanie akcjonariuszy w działalność spółki	96
Rysunek 3. Tematyka wniosków zgłaszanych przez akcjonariuszy w czasie WZA (2016) według Proxy Monitor	105
Rysunek 4. Udział grup inwestorów w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2002–2015 [w mln złotych]	132
Rysunek 5. Podział udziału inwestorów instytucjonalnych na typy w 2015 roku [w %]	133
Rysunek 6. Aktywa funduszy w latach 2000–2016 [w mld złotych]	135
Rysunek 7. Liczba działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych (oś prawa) oraz liczba oferowanych przez nie funduszy (wraz ze skumulowanym średnim rocznym wzrostem) w latach 1996–2015	136
Rysunek 8. Udział lokat OFE oraz TFI w kapitalizacji (strona lewa) oraz we <i>free float</i> rynków organizowanych przez GPW w latach 2008–2015 [w %]	140
Rysunek 9. Typy refleksji w badaniach w zarządzaniu	152
Rysunek 10. Miejsce <i>case study</i> w procesie formułowania teorii naukowych	154
Rysunek 11. Metody teoretyzowania na podstawie <i>case study</i>	158
Rysunek 12. Czynniki analizowane w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej ..	183
Rysunek 13. Etapy podejmowania decyzji inwestycyjnej w dużym polskim funduszu emerytalnym	185
Rysunek 14. Proces decyzyjny w funduszu emerytalnym w kwestii udziału w WZA ...	190
Rysunek 15. Proces przygotowywania rekomendacji na WZA w funduszu emerytalnym	192
Rysunek 16. Liczba WZA, w których przedstawiciel funduszu uczestniczył, i udział WZA, w czasie których głosował co najmniej raz „przeciw”; tematyka głosowania „przeciw”	193
Rysunek 17. Formy zaangażowania inwestorów instytucjonalnych (finansowych) w Polsce	197
Rysunek 18. Model zaangażowania inwestorów instytucjonalnych o orientacji portfelowej w Polsce ze względu na wielkość sumy aktywów	202
Rysunek 19. Model procesu inwestycyjnego	210
Rysunek 20. Proces podejmowania decyzji inwestycyjnej	212

Rysunek 21. Zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych	218
Rysunek 22. Proces zaangażowania inwestora-aktywisty w konstruktywny dialog z zarządem (radą nadzorczą)	221
Rysunek 23. Hermes Investment – tematyka głosowania przeciw w czasie WZA w latach 2014–2016 [w %]	224

Bibliografia

Publikacje naukowe i branżowe

- Adamska A., *Własność i kontrola, Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- Adamska A., Urbanek P., *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa” 2014, vol. 270, no. 2, s. 81–102.
- Al-Kaber M., *Rynki finansowe i instytucje*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2004.
- Al-Kaber M., *Współczesne instytucje rynku finansowego*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2014.
- Al-Najjar B., *Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan*, „Corporate Governance” 2010, Bradford, vol. 10, no. 2, s. 176–190.
- Alipour M., *An investigation of the association between ownership structure and corporate performance: Empirical evidence from Tehran Stock Exchange (TSE)*, „Management Research Review” 2013, vol. 36.11, s. 1137–1166.
- Aluchna M., *Mechanizmy Corporate Governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.
- Aluchna M., *The dynamics of Polish corporate governance*, Lambert, Warszawa 2013.
- Aluchna M., *Własność a corporate governance: systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2015.
- Alvesson M., Gabriel Y., *Beyond formulaic research: In praise of greater diversity in organizational research and publications*, „Academy of Management Learning and Education” 2013, vol. 12, no. 2, s. 245–263.
- Alvesson M., Sandberg J., *Generating research questions through problematization*, „Academy of Management Review” 2011, vol. 36, no. 2, s. 247–271.
- Alvesson M., Willmott H., *Studying Management Critically*, Sage, Londyn 2003.
- S. Bainbridge, *Shareholder activism and institutional investors*, Law-Econ Research Paper, no. 05–20, 2005.
- Baltagi B.H., *A Companion to Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley, West Sussex 2009.
- Banaszczak-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Banaszczak-Soroka U., *Rynki finansowe, organizacja, instytucje, uczestnicy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.

- Becht M., Roell A., *Blockholdings in Europe, an international comparison*, „European Economic Review” 1999, no 43.
- Berle A., G. Means, *The modern corporation and private property*, Macmillan, Nowy Jork, 1932.
- Bianco M., *Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?*, ECGI Working Papers in Finance, no. 144, 2006.
- Black B., *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, [w:] P. Newman (red.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, Palgrave, Nowy Jork 1998, s. 459–465.
- Bohdanowicz L., *Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
- Bojańczyk M., *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym – kryzys zarządzania spółkami*, Difin, Warszawa 2010.
- Borowski K., *Analiza fundamentalna: metody wyceny przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014.
- Borowski K., *Miary ryzyka na rynku akcji i obligacji*, Difin, Warszawa 2014.
- Boubakri N., Cosset J.C., Some H., *Introduction to Institutional Investors in Global Capital Markets*, „International Finance Review” 2011, vol. 12, s. 3–13.
- Brennan M., *Corporate finance over the past 25 years*, „Financial Management” 1995, vol. 24, no. 2, s. 9–22.
- Burkart M., Gromb D., Panunzi F., *Large shareholders, monitoring, and value of the firm*, „Quarterly Journal of Economics” 1997, vol. 112, no. 3, s. 693–728.
- Burrell G., Morgan G., *Sociological Paradigms and Organizational Analysis*, Heinemann, Londyn 1979.
- Bushee B., *Do institutional investors prefer near-term earnings over long run value?*, „Contemporary Accounting Research” 2001, vol. 18, no. 2, s. 207–246.
- Butzke V., *Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, Schaeffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2001.
- Buxbaum R., *Comparative Aspects of Institutional Investment and Corporate Governance*, [w:] Baum T., Buxbaum R., Hopt K. (red.), *Institutional investors and corporate governance*, Walter de Gruyter, Berlin/Nowy Jork 1994, s. 3–22.
- Celik S., Isaksson M., *Institutional investors and ownership engagement*, „OECD Journal. Financial Market Trends” 2013, Paris, vol. 2, s. 93–114.
- Charmaz K., *Constructing Grounded Theory, A practical guide through qualitative analysis*, Sage Publications, Londyn 2006.
- Cielemęcki M., *Przedsiębiorstwo jako podmiot życia gospodarczego*, [w:] J. Kardas, M. Wójcik-Augustyniak (red.), *Zarządzanie w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2008, s. 19–40.
- Cioffi J., *Governing globalisation? The state, law, and structural change in corporate governance*, „Journal of Law and Society”, December 2002, vol. 27, nr 4, s. 572–600.

- Clacher I., Hillier D., McColgan P., *Agency Theory: Incomplete contracting and ownership structure*, [w:] H. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010, s. 141–156.
- Coffee J., *Inventing a corporate monitor for transitional economics: The uncertain lessons from the Czech and Polish experiences*, [w:] K. Hopt, H. Kanda, M. Roe, E. Wymeersch, S. Prigge (red.), *Comparative corporate governance. The state of the art and emerging research*, Oxford University Press, Nowy Jork 1998, s. 67–139.
- Copland J., O’Keefe M., *An Annual Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*, Proxy Monitor 2016.
- Cornforth C., *The Governance of cooperatives and mutual associations: A paradox perspective*, „Annals of Public and Cooperative Economics” 2004, vol. 75, s. 11–32.
- Cronqvist H., Nilsson M., *Agency costs of controlling minority shareholders*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2003, vol. 38, no. 4, s. 695–719.
- Czekaj J., *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Czerwotka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne: zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Ćwiąkała-Małys A., Nowak W., *Zarys metodologiczny analizy finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2005.
- Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Wiley, Nowy Jork 2002.
- Damodaran A., *Price-Book-Value Ratio*, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/pbv.pdf>
- David P., Kochhar R., Levitas E., *The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation*, „The Academy of Management Journal”, April 1998, vol. 41, no. 2, s. 200–208.
- Davis E.P., *Pension funds, Retirement-Income Security, and Capital Markets, An International Perspective*, Clarendon Press, Oxford 1995.
- Davis J., Schrooman F., Donaldson L., *Toward a Stewardship Theory of Management*, „Academy of Management Review” 1997, vol. 22, no. 1, s. 20–47.
- Dawidowicz D., *Ocena efektywności nowych i pozostałych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2000–2012*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2013, s. 53–65.
- Dechow P., Sloan R., *Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation*, „Journal of Accounting and Economics” 1991, vol. 14, no. 1, s. 51–89.
- Demsetz H., Villalonga B., *Ownership Structure and Corporate Performance*, „Journal of Corporate Finance” 2001, s. 209–233.
- Denis D., Denis D., Sarin A., *Agency problems, equity ownership, and corporate diversification*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, no. 1, s. 135–160.

- Denzin N.K., Lincoln Y.S., *Metody badań jakościowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, t. 1, Warszawa 2014.
- Denzin N.K., Lincoln Y.S., *Metody badań jakościowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, t. 2, Warszawa 2009.
- Dębski W., *Akcje, obligacje i ich wycena*, Absolwent, Łódź 2007.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.
- Dilorenzo V., *Institutional investor market: attractive opportunities for the asset management industry*, Prometeia, 26.04.2016.
- Dobosiewicz Z., *Giełda, zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa 2013.
- Donaldson L., Davis J., *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, „Australian Journal of Management”, June 1991, vol. 16, no. 1, s. 49–65.
- Dreyer J., *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynekocentrycznym*, [w:] K. Lis, H. Sterniczuk (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 224–248.
- Dubois A., Gadde L., *Systematic Combining: An Abductive Approach to Case Research*, „Journal of Business Research” 2002, vol. 55, no. 7, s. 553–560.
- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie: ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Eisenhardt K., *Agency theory: An assessment and review*, „Academy of Management Review” 1989, vol. 14, no. 1, s. 57–74.
- Eisenhardt K., Graebner M., *Theory building from cases, opportunities and challenges*, „Academy of Management Journal” 2007, vol. 50, no. 1, s. 25–32.
- Emmel N., *Sampling and Choosing Cases in Qualitative Research, A Realist Approach*, SAGE Publications, 2013.
- Engelhard J., Eckert S., *The Ownership Structure of Large German Corporations: Towards an Increasing Denationalization?*, [w:] S. Urban (red.), *Relations of Complex Organizational Systems*, Springer Fachmedien, Wiesbaden 1999, s. 297–343.
- Fairfield P., *P/E, P/B and the present value of future dividends*, „Financial Analysts Journal”, Jul/Aug 1994, Charlottesville, vol. 50, no. 4.
- Fama E., *Random walks in stock market prices*, „Financial Analysts Journal”, Sept/Oct 1965, vol. 21, s. 55–59.
- Fama E., Jensen M., *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 301–325.
- Fernandez P., *A Definition of Shareholder Value Creation*, IESE Business School, Barcelona 2002.
- Ferreira M., Matos P., *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*, „Journal of Financial Economics” 2008, s. 499–533.
- Franks J., Mayer C., *Corporate control: a synthesis of international evidence*, London Business School, Londyn 1992.

- Franks J., Mayer C., Wagner H., *The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, „Review of Finance” 2006, vol. 10, no. 4, s. 537–585.
- Frazzini A., Lamont O., *Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns*, „Journal of Financial Economics” 2008, vol. 88, s. 299–322.
- G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, Sept 2015, <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>
- Gad D., *Polityka inwestycyjna Otwartych Funduszy Emerytalnych – analiza porównawcza*, [w:] J. Olszewski (red.), *Gospodarka światowa i krajowa, jej wyzwania we współczesnych czasach*, Naukowe Wydawnictwo IVG, Szczecin 2015, s. 95–106.
- Gillan S.L., Starks L.T., *Institutional Investors, Corporate Ownership, and Corporate Governance: Global Perspectives*, WIDER, 2002.
- Gilson S., *Management turnover and financial distress*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 25, no. 2, s. 241–262.
- Gitundu E., Kiprop S., Kibet L., Kisaka S., *The influence of ownership structure on financial performance of privatized companies in Kenya*, „African Journal of Business Management”, Feb 2016, vol. 10, no. 4, s. 75–88.
- Gołębiowski G., Szczepankowski P., *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.
- Gołębiowski G., Tłaczała A., *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin, Warszawa 2009.
- GPW, „Dobre Praktyki Ładu Korporacyjnego spółek notowanych na GPW”, www.corp-gov.gpw.pl, 22.10.2014.
- GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/inne/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf, 3.04.2017.
- GPW, *Zagregowane wyniki badania dot. udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/RI/2015_P2_Udzialy_20160222.pdf
- Gruszczyński M., *Empiryczne finanse przedsiębiorstw, mikroekonometria finansowa*, Difin, Warszawa 2012.
- Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji, wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Hadden T., *Corporate Governance by Institutional Investors? Some Problems from an International Perspective*, [w:] T. Baums, T. Buxbaum, K. Hopt (red.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, W de G, Berlin – New York 1994, s. 89–102.
- Hatch M., *Teoria organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Healy P., *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, „Journal of Accounting and Economics” 1985, vol. 7, no. 1–3, s. 85–108.
- Herman A., Szablewski A., *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999.
- Hess T., *Netzwerkcontrolling: Instrumente und ihre Werkzeugunterstützung*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2002.
- Hicks J., *A theory of economic history*, Clarendon Press, Oxford 1969.

- Himmelberg C., Hubbard R., Palia D., *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 53, s. 353–384.
- Hofmann R., Hofmann I., *Corporate Governance: Ueberwachungseffizienz und Fuehrungskompetenz in Kapitalgesellschaften*, R. Oldenbourg Verlag, Muenchen – Wien 1998.
- Holland J., *Influence and Intervention by Financial Institutions in their Investee Companies*, „Corporate Governance: An International Review”, October 1998, vol. 6, no. 4, s. 249–264.
- Hough A., McGregor-Lowndes M., Ryan C., *Theorizing about board governance of non-profit organizations surveying landscape*, 34th Annual Conference of the Association for Research on Nonprofit Organizations and Voluntary Action, November 2005, Washington DC.
- Huterski R., *Założenia strategii Global Tactic Asset Allocation i jej wykorzystanie w działalności funduszy emerytalnych*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
- Ignýs A., *Ekonomiczne i społeczne konsekwencje naruszania praw akcjonariuszy*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 471–483.
- Ignýs-Lipowiecka A., *Wybrane problemy współczesnego nadzoru korporacyjnego*, [w:] A. Zakrzewska-Bielawska (red.), *Koncepcje i metody zarządzania strategicznego oraz nadzoru korporacyjnego, Doświadczenia i wyzwania*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 215–226.
- IZFiA, *Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych*, <http://www.izfa.pl/pl/15,dokumenty-izby.html#tab-kodeksy>
- IZFiA, *Raport roczny IZFiA 2015*, <http://www.izfa.pl/pl/72,raporty-roczne-o-ryнку-fi.html>.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Jensen M., *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1986, vol. 76, no. 2.
- Jensen M., *Eclipse of the public corporation*, „Harvard Business Review” 1989, vol. 67, no. 5, s. 61–75.
- Jensen M., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360.
- Jensen M., Smith C., *Stockholder, manager and creditor interest: Applications of agency theory*, [w:] E. Altman, M. Subrahmanyam (eds.), *Recent advances in corporate finance*, Dow-Jones Irwin, 1985.
- Jerzemska M., Golec A., Zamojska A., *Corporate Governance: BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015.
- Jerzemska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Jeżak J., *Corporate Governance in Developing Countries: Finding the Balance between Global Standards and Local Context – The Case of Poland*, „International Journal of Trade, Economics and Finance”, August 2014, s. 374–378.

- Jeżak J., *Ład korporacyjny: doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Jeżak J., *Standardy ładu korporacyjnego jako element procesu internacjonalizacji działalności przedsiębiorstw*, [w:] T. Falencikowski, J. Dworak (red.), *Funkcjonowanie współczesnych przedsiębiorstw, formy-metody-koncepcje-trendy*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku” 2010, t. 8, s. 51–67.
- Jeżak J., *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Jeżak J., *Teoria własności oraz jej wpływ na proces zarządzania przedsiębiorstwem*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 9.
- Jędrzejczak G., *Polski rynek kapitałowy a ład korporacyjny*, [w:] K. Lis, H. Sterniczuk (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 326–343.
- Johnson P., Duberly J., *Understanding Management Research*, Sage, Londyn 2005.
- Junkin A., Toth T., *The “CalPERS effect” on targeted company share price*, Wildshire Association, Santa Monica 2009.
- Kang J., Shivdasani A., *Firm Performance, Corporate Governance and Top Executives Turnover in Japan*, „Journal of Financial Economics”, May 1995, vol. 38, no. 1, s. 29–58.
- Kazanjian K., *Guide to Mutual Funds 2000*, New York Institute of Finance, New York 2000.
- Kenyon T., Vitols S., *Corporate Governance in Flux: assessing the recent round of reforms in the United States and Germany*, AICGS Policy Report, American Institute of Contemporary German Studies, The John Hopkins University, 2006, s. 7–25.
- Kerner A., Reinhardt E., *Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce*, Ernst & Young, Warszawa 2010.
- KNF, *Biuletyn roczny. Rynek OFE 2015*, https://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/index.html
- KNF, *Informacja o działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych w okresie 30.03.2012–31.03.2015*, Warszawa 2015, https://www.knf.gov.pl/Images/INV_OFE_02072015_tcm75-42024.pdf
- KNF, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2015 roku*, https://www.knf.gov.pl/Images/sektor_ubezpieczen_IVkw_2015_tcm75-47027.pdf
- Koładkiewicz I., *Rady nadzorcze: dobre praktyki ładu korporacyjnego, doświadczenia polskie i zagraniczne*, Poltext, Warszawa 2013.
- Kozioł L., *Struktura własności i jej implikacje dla nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 221–230.
- Kufel T., *Ekonometria: Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Lakonishok J., Shleifer A., Vishny R., *Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence on herding and feedback trading*, Working Paper Series no. 3846, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1991, s. 16–23.

- La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate valuation*, „The Journal of Finance”, June 2002, vol. 57, no. 3, s. 1147–1170.
- La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Law and finance*, „Journal of Political Economy”, 1998, vol. 106, no. 6, s. 1113–1155.
- Pound J., *Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight*, „Journal of Financial Economics” 1988, s. 237–265.
- Lee L.E., *Raising minimum governance standards: Selecting quality companies for a long term*, MSCI ESG Research, December 2015.
- Letza S., Sun X., Kirkbride J., *Shareholding versus Stakeholding, A critical review of corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review” 2004, no. 3, s. 242–262.
- Lichtarski J., *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007.
- Lis K., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Łobocki M., *Pedagogika wobec wartości*, [w:] B. Śliwerski (red.), *Kontestacje pedagogiczne*, Impuls, Kraków 1993, s. 125–135.
- Maddala G.S., *Ekonometria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Madura J., *Financial Institutions and Markets*, South-Western Cengage Learning, International Edition 2010.
- Mallin C., *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford 2007.
- Mallin C., *Institutional and Other Shareholders*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Wiley, Hoboken, NJ 2010, s. 391–408.
- Mallin C., *Institutional investors: the vote as a tool of governance*, „Journal of Management and Governance” May 2012, vol. 16, no. 2, s. 177–196.
- Marcinkowska M., *Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 35–57.
- Maug E., *Boards of directors and capital structure: alternative forms of corporate restructuring*, „Journal of Corporate Finance” 1997, vol. 3, s. 113–139.
- Maug E., *Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, no. 1, s. 65–98.
- Maug E., Naik N., *Herding and Delegated Portfolio Management: The Impact of Relative Performance Evaluation on Asset Allocation*, IFA Working Paper 223–1996.
- McConnell J., Servaes H., *Additional evidence on equity ownership and corporate value*, „Journal of Financial Economics” 1990, vol. 27, s. 595–612.
- McGregor D., *The Human Side of the Enterprise*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1960.
- McKinsey&Co, *McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, 2002.
- Mesjasz C., *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] D. Dobija, I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

- Miziołek T., *Perspektywy rozwoju OFE na rynku finansowym*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 10.
- Na S.K., *Ownership structure and firm performance in Korea*, University of Missouri – Columbia, ProQuest Dissertations Publishing, 2002.
- Nartowski A., *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016 – Podręcznik*, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/Podrecznik_DPSN_2016_9_03_16.pdf
- Nartowski A., *Perspektywa samoregulacji polskiego rynku. Umowa społeczna czy interwencja państwa?*, [w:] D. Dobija, I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 327–354.
- Nashier T., Gupta A., *The effect of Institutional Ownership on Firm Performance*, „IUP Journal of Corporate Governance”, July 2016, Hyderabad, vol. 15, no. 3, s. 36–56.
- NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce (2008–2015)*.
- Nickell S., Nicolitsas D., Dryden D., *What makes firms perform well?*, „European Economic Review” 1997, vol. 41, s. 783–796.
- Nordberg D., *The politics of shareholder activism*, [w:] H. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010, s. 409–425.
- Nordberg D., *Unfettered Agents? The role of ethics in corporate governance*, [w:] H. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate Governance: A synthesis of theory, research, and practice*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010, s. 175–191.
- Nowicki D., *Kapitałowy system emerytalny po zmianach – wybrane zagadnienia prawne*, KNF, Warszawa 2014.
- OECD/International Finance Corporation, *Strengthening Latin American Corporate Governance: the role of institutional investors*, OECD Publishing, 2011.
- Opalski A., *Rada nadzorcza jako strategiczne ogniwo ładu korporacyjnego spółki akcyjnej*, [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Corporate governance*, Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 331–362.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Oręziak L., *OFE, katastrofa prywatyzacji emerytur w Polsce*, Instytut Wydawniczy Książka i Prasa, Warszawa 2014.
- Osińska M., *Ekonometryczna analiza zależności przyczynowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2008.
- Parlińska A., *Zakłady ubezpieczeń na polskim rynku kapitałowym w latach 2005–2013*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2014, nr 3, s. 97–114.
- Patena W., *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Perez K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Pichhadze A., *The nature of corporate ownership in the US: the trend towards the market oriented blockholder model*, „Capital Markets Law Journal” 2009, vol. 5, no. 1, s. 63–68.

- Piekkari R., Welch C., *Positivist and alternative approaches to case studies and the quality of case research*, EDEN Doctoral seminar in Case Studies in Business and Management Research, Helsinki 2015.
- Piekkari R., Welch C., Paavilainen E., *The Case Study as Disciplinary Convention Evidence From International Business Journals*, „Organizational Research Methods” 2009.
- Pistor K., *Eigentumsreform mittels institutioneller Investoren: eine rechtsökonomische Analyse der Massenprivatisierung in Russland und der Tschechischen Republik*, Duncker und Humblot, Berlin 2000.
- Pittroff E., *Whistle-blowing regulation in different corporate governance systems: an analysis of the regulation approaches from the view of path dependence theory*, „Journal of Management and Governance”, December 2016, vol. 20, no. 4, s. 703–727.
- du Plessis J.J., Hargovan A., Harris J., *Principles of contemporary corporate governance*, Cambridge University Press, Melbourne 2015.
- Postrach K., *Teoria agencji a teoria stewarda w nadzorze korporacyjnym*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 287–296.
- Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013.
- Proxy Monitor 2015, *A Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*, http://www.proxymonitor.org/Forms/pmr_11.aspx
- Przybylska-Kapuścińska W., Mozalewski M., *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa 2011.
- Przybyłowski M., Tamowicz P., *Akcjonariusze*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 87–109.
- PwC, *Annual Corporate Directors Survey 2014*, October 2014, <https://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/annual-corporate-directors-survey/assets/annual-corporate-directors-survey-full-report-pwc.pdf>
- PwC, *Rady nadzorcze 2017, Trendy i kierunki zmian*, <https://www.pwc.pl/pl/pdf/pwc-raport-rady-nadzorcze-2017.pdf>, 2017.
- Rest J., *Grüner Kapitalismus? Klimawandel, globale Staatenkonkurrenz und die Verhinderung der Energiewende*, VS Research, Wiesbaden 2011.
- Rose C., *Can institutional investors fix the corporate governance problem? Some Danish evidence*, „Journal of Management & Governance” 2007, Dordrecht, vol. 11, no. 4, s. 405–428.
- Rosenstein S., Wyatt J., *Shareholder wealth effects when an officer of one Corporation joins the board of directors of another Corporation*, „Managerial Decision Economics” 2006, vol. 15, no. 4, s. 317–327.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J., *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nowy Jork 2005.
- Rudolf S., *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 159–177.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.

- Sahut J.M., Gharbi H.O., *Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms*, „International Journal of Business” 2010, s. 33–50.
- Seidl D., *Standard setting and following in corporate governance: an observation – theoretical study of the effectiveness of governance codes*, „Organization” 2007, vol. 14, no. 5, s. 705–727.
- Shin-Ping L., Chuang T.H., *The determinants of corporate performance: A viewpoint from insider ownership and institutional ownership*, „Managerial Auditing Journal” 2009, Bradford, vol. 24, no. 3, s. 233–247.
- Shleifer A., Vishny R., *A survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance”, June 1997, vol. 52, no. 2, s. 737–783.
- Shleifer A., Vishny R., *Management entrenchment: The case of manager-specific investments*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 25, no. 1, s. 123–139.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1993.
- Słomka-Gołębiowska A., *Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, [w:] Polski Instytut Dyrektorów, *Wkład banków w corporate governance, nadzór wierzycielski: banki a efektywność spółek kapitałowych*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006, s. 18–29.
- Słomka-Gołębiowska A., *W stronę modelu prorynkowego, Studium o niemieckim systemie nadzoru nad przedsiębiorstwem*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2006.
- Słomka-Gołębiowska A., *Zaangażowanie funduszy emerytalnych w ład korporacyjny w Stanach Zjednoczonych: perspektywa instytucjonalna*, [w:] S. Rudolf (red.), *Nowa ekonomia instytucjonalna wobec współczesnych problemów gospodarczych*, WSEPiNM, Kielce 2014, s. 169–202.
- Słomka-Gołębiowska A., *Znaczenie OFE w gospodarce transformującej się: perspektywa ładu korporacyjnego*, [w:] B. Borkowska (red.), *25 lat gospodarki rynkowej w Polsce*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 76–90.
- Smith A., *The Wealth of Nations*, Methuen & Co, London 1776/1904.
- Solnik B., *International Investments*, Addison-Wesley, USA 2000.
- Starzeński O., *Analiza rynków finansowych*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Straetling R., *How to overcome shareholder apathy in corporate governance – the role of investor associations in Germany*, „Annals of Public and Cooperative Economics” 2012, vol. 83, no. 2, s. 143–157.
- Studziński J., *Ład korporacyjny w Polsce*, Warszawa 2016.
- Sudoł S., *Przedsiębiorstwo, Podstawy nauki o przedsiębiorstwie, Teorie i praktyka zarządzania*, Wydawnictwo „Dom Organizatora”, Toruń 2002.
- Sułkowski Ł., *Epistemologia i metodologia zarządzania*, PWE, Warszawa 2012.
- Teichmann C., *Corporate governance – między prawem a rynkiem*, [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Corporate governance*, Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 21–56.

- Thomsen S., Pedersen T., *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal”, June 2000, vol. 21, no. 6, s. 689–705.
- Thompson A., *Economics of the firm*, Prentice Hall, New Jersey 1989.
- Tirole J., *The theory of corporate finance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2006.
- Tricker B., *Corporate Governance (History of Management Thought)*, Ashgate, 2000.
- Tricker B., *Corporate governance: principles, policies, and practices*, Oxford University Press, Oxford 2012.
- Tricker B., *The Evolution of Corporate Governance*, [w:] T. Clarke, D. Branson (red.), *The SAGE Handbook of Corporate Governance*, SAGE, Los Angeles 2012, s. 39–61.
- Tuzimek R., *Decyzje finansowe w spółkach giełdowych a wartość akcji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- Urbanek P., *Zmiany w akcjonariacie w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 417–435.
- Utete G., *Institutional Investor preferences and firm value*, Michigan State University, 2007.
- Vintila G., Gherghina S., *Does Ownership Structure Influence Firm Value? An Empirical Research towards the Bucharest Stock Exchange Listed Companies*, „International Journal of Economics and Financial Issues”, 2015, vol. 5, no. 2, s. 501–514.
- Volpin P., *Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy*, „Journal of Financial Economics” 2002, vol. 64, no. 1, s. 61–90.
- Wahal S., *Pension Fund Activism and Firm Performance*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” March 1996, vol. 31, no. 1, s. 1–23.
- Weimer J., Pape J., *A taxonomy of systems of corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review” 1999, vol. 7, no. 2, s. 152–166.
- Welch C., Piekari R., Plakoyiannaki E., Paavilainen-Mantymaki E., *Theorising from case studies: towards a pluralist future for international business research*, „Journal of International Business Studies” 2011, vol. 42, no. 5, s. 740–762.
- Wiberg D., *Institutional Ownership – the Anonymous Capital*, Jonkoping International Business School, Jonkoping 2008.
- Williamson O., *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Witkowski B., *Modele danych panelowych*, [w:] M. Gruszczyński (red.), *Mikroekonometria: Modele i metody analizy danych indywidualnych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 267–308.
- Witt P., *Corporate Governance – Systeme im Wettbewerb*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2003.
- Woźniak J., *Realizm krytyczny jako paradygmat w naukach o zarządzaniu*, „Zeszyty Naukowe Ostrołęckiego Towarzystwa Naukowego” 2015, nr 29, s. 286–300.

- Wright P., Ferris S., Sarin A., Awasthi V., *Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking*, „Academy of Management Journal” 1996, vol. 39, no. 2, s. 441–463.
- Wroński M., *Dylematy związane z wyceną przedsiębiorstwa w kontekście stosowanych metod wyceny*, [w:] E. Klamut, M. Oziębło (red.), *Finanse w praktyce gospodarczej i w życiu codziennym*, Społeczna Akademia Nauk, Łódź 2015, s. 65–77.
- Yin R., *Case study research: Design and methods*, Sage, Thousand Oaks 2009.
- Zahra S., Pearce J., *Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model*, „Journal of Management” 1989, vol. 15, no. 2, s. 291–334.
- Zaleska M., *Bankowość*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Zattoni A., Coumo F., *Why adopt codes of governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives*, „Corporate Governance. International Review” 2008, vol. 16, no. 1, s. 1–15.

Bazy danych, strony internetowe i dokumenty

- Aegon OFE, www.aegon.pl Deutsche Bank, <https://www.db.com/ir/de/content/aktionae-rsstruktur.htm>
- Council of Ethics For the Norwegian Government Pension Fund Global, <http://nettsteder.regjeringen.no/etikkradet/en/>
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2007/36/WE
- Dyrektywa 2014/95/UE
- Factiva Search
- Financial Post, www.business.financialpost.com
- FisPoland, www.fispoland.com
- Generali OFE, www.generali.pl Hermes Annual Report 2014, 2015, 2016, <https://www.hermes-investment.com/uki/stewardship/eos-literature/>
- Hermes Investment Blog, Glencore, <https://www.hermes-investment.com/uki/blog/eos-case-studies/glencore/>
- Hermes Investment Stewardship, <https://www.hermes-investment.com/uki/stewardship/hermes-eos-themes-and-impact/>
- ING OFE, www.nn.pl/ofe
- KNF, https://www.knf.gov.pl/o_nas/komisja/index.html
- OECDiLibrary
- S&P
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. 1997 Nr 139 poz. 934.

Zasady Ładu Korporacyjnego w działalności inwestycyjnej Otwartego Funduszu Emerytalnego PZU „Złota Jesień” (Otwartego Funduszu) oraz Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU (Dobrowolnego Funduszu), <https://www.pzu.pl/grupa-pzu/pte-pzu/inwestycje-ofe>

Artykuły prasowe

Aufstand gegen die Lufthansa-Patriarchen, „NZZ am Sonntag”, 12.05.2013.

Deutsche Bank appeals for patience; Shareholders have criticised the pace of the German lender's cultural overhaul and recently announced strategy, „Financial News”, 21.05.2015.

Es fehlt der Glaube, „Berliner Zeitung”, 22.05.2015.

John Cryan: Der scheue Vordenker, „Handelsblatt”, 8.06.2015.

Norweski fundusz rezygnuje z PGE, „Puls Biznesu”, 7.03.2017.

OFE PZU walczy o dywidendy, „Puls Biznesu”, 24.04.2017.

OFE przeciwne proponowanym warunkom wycofania Global City Holdings z GPW, „ISB news”, 10.03.2015.

OFE podsumowują wycofanie Global City Holdings z GPW, *analizy.pl*, 9.06.2015.

Siemens-Investoren erhöhen Druck auf Cromme, *manager magazin*, 21.01.2014.

Überraschende Wende bei der Lufthansa; Hin und her: Der Ex-Lufthansa-Chef Wolfgang Mayrhuber will nun doch Chef des Aufsichtsrats werden. Ein beispielloser Vorgang, „Aachener Nachrichten”, 7.04.2013.



Dominika Bosek-Rak – doktor nauk ekonomicznych w dyscyplinie „Nauki o zarządzaniu”, adiunkt w Katedrze Teorii Zarządzania Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Absolwentka stacjonarnych studiów doktoranckich w SGH, podczas których odbyła m.in. staż badawczy na Johannes Gutenberg-Universität Mainz (stypendium Deutscher Akademischer Austauschdienst). Ukończyła studia magisterskie i licencjackie w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie (kierunek „Finanse i Rachunkowość”) oraz program CEMS Master’s in International

Management. Autorka referatów na konferencje oraz artykułów dotyczących ładu korporacyjnego, struktury własności, działalności inwestorów instytucjonalnych oraz innowacji i cyfryzacji w sektorze bankowym.

OFICyna WYDAWNICZA SGH
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

ISBN: 978-83-8030-322-5



9 788380 303225 >