

Finanse

Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce

Łukasz Błoch

Agnieszka Czajkowska

Marlena Grzelczak

Radosław Pastusiak



Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce

Łukasz Błoch

Agnieszka Czajkowska

Marlena Grzelczak

Radostaw Pastusiak

Łukasz Błoch, Agnieszka Czajkowska, Marlena Grzelczak, Radosław Pastusiak
– Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Finansów, Katedra Finansów Korporacji
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39

RECENZENT
Artur Paździor

REDAKTOR INICJUJĄCY
Beata Koźniewska

OPRACOWANIE REDAKCYJNE
Marcin Mach

SKŁAD I ŁAMANIE
AGENT PR

PROJEKT OKŁADKI
AGENT PR
Anna Basista

Zdjęcie wykorzystane na okładce: <https://pl.depositphotos.com/stock-photos/depositphotos-12766847-stock-photo-business-documents-jpg.html?filter=all>

<https://doi.org/10.18778/8220-235-9>

© Copyright by Authors, Łódź–Kraków 2020
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź–Kraków 2020
© Copyright for this edition by AGENT PR, Łódź–Kraków 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.09933.20.0.K

Ark. wyd. 12,5; ark. druk. 12,125

ISBN 978-83-8220-235-9
e-ISBN 978-83-8220-236-6
ISBN AGENT PR 978-83-64462-49-8

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. 42 665 58 63

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
Teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego	13
1.1. Pojęcie i istota nadzoru korporacyjnego	13
1.2. Systemy nadzoru korporacyjnego	18
1.2.1. System anglosaski	19
1.2.2. System kontynentalny	21
1.2.3. System łaciński	24
1.2.4. System japoński	25
1.3. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego	27
1.4. Model nadzoru korporacyjnego zamknięty a model otwarty	29
1.5. Nadzór inwestorów instytucjonalnych nad spółkami portfelowymi z punktu widzenia teorii agencji	32
Podsumowanie	39
Rozdział 2	
Inwestorzy instytucjonalni jako uczestnicy rynku kapitałowego	41
2.1. Zdefiniowanie pojęcia inwestora instytucjonalnego	41
2.2. Typologie inwestorów instytucjonalnych	45
2.3. Klasyfikacje inwestorów instytucjonalnych	52
2.4. Rodzaje inwestorów instytucjonalnych	59
2.4.1. Fundusze inwestycyjne	60
2.4.2. Fundusze emerytalne	64
2.4.3. Towarzystwa ubezpieczeniowe	65
2.4.4. Firmy zarządzające aktywami	65
2.4.5. Banki	66
2.4.6. Fundacje	67
2.4.7. Podmioty państwowe	68
2.5. Bariery władztwa korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych	69
2.5.1. Dualizm relacji biznesowych	70
2.5.2. Efektywność systemów monitorowania przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów	73
Podsumowanie	74

Rozdział 3

Normatywna perspektywa funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych w kontekście nadzoru korporacyjnego	77
3.1. Narodowe ramy prawne	78
3.1.1. System <i>common law</i>	78
3.1.2. System kontynentalny	79
3.1.3. Różnice w oddziaływaniu inwestora instytucjonalnego na spółkę portfelową – porównanie systemów <i>common law</i> i kontynentalnego	81
3.2. Inwestorzy instytucjonalni a kodeksy dobrych praktyk	84
3.2.1. Zasady nadzoru korporacyjnego OECD	85
3.2.2. Kodeks <i>International Corporate Governance Network</i>	91
3.2.3. <i>Code on the Responsibilities of Institutional Investors</i>	92
3.2.4. <i>UK Stewardship Code</i>	96
3.2.5. Ewolucja kwestii inwestorów instytucjonalnych w regulacjach środowiskowych	98
3.3. Nadzór korporacyjny inwestorów instytucjonalnych nad spółkami publicznymi – regulacje unijne	101
3.4. Polskie ramy prawne ładu korporacyjnego	104
3.4.1. Prawo spółek	104
3.4.2. Prawo o ofercie publicznej i obrocie instrumentami finansowymi	108
3.4.3. Inne akty prawne w Polsce	114
3.4.4. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW	116
3.4.5. Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych	118
Podsumowanie	121

Rozdział 4

Inwestorzy instytucjonalni w procesie nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym – analiza empiryczna	123
4.1. Metodyka badań i opis próby badawczej	124
4.2. Typ inwestora instytucjonalnego a jego powiązania z liczbą i udziałami w spółkach	131
4.3. Typ pierwszego inwestora dominującego a różnice w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych	134
4.4. Wpływ sektora, w którym działa spółka a wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych	148
4.5. Wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych	152
4.6. Wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach	158
4.7. Zależności pomiędzy liczbą podmiotów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek	160
Zakończenie	167
Streszczenie	175
Bibliografia	177
Spis tabel	191
Spis rysunków	193

Wstęp

Corporate governance stanowi istotny nurt ekonomii instytucjonalnej, która ma na celu podniesienie efektywności przedsiębiorstw i pozyskanie zaufania inwestorów. Szczególne zainteresowanie ładem korporacyjnym nabiera znaczenia w momencie gwałtownego spadku zaufania do przedsiębiorstw, związanego z ujawnieniem nadużyć na dużą skalę oraz w przypadku wystąpienia zdarzeń o charakterze systemowym spowodowanych np. kryzysem zapoczątkowanym w 2008 r. w wyniku upadku Banku Lehman Brothers.

Obecnie obserwuje się zmiany w strukturze akcjonariatu współczesnych korporacji. W wyniku tych zmian w większości krajów maleje znaczenie inwestorów indywidualnych, a ich miejsce zajmują inwestorzy instytucjonalni. Ze względu na różnorodne uwarunkowania wynikające m.in. ze ścieżek rozwoju specyficznych dla poszczególnych rynków, różne typy inwestorów instytucjonalnych odgrywają na nich dominującą rolę. W przeważającej części krajów na pierwszy plan wysuwają się instytucje finansowe jak np. fundusze zbiorowego inwestowania – fundusze inwestycyjne, emerytalne, ubezpieczeniowe.

Niniejsza monografia ma na celu wskazanie miejsca inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym nad polskimi spółkami publicznymi, w których instytucje te mają swoje udziały. Monografia prezentuje zestaw narzędzi dostępnych dla inwestora instytucjonalnego, które mogą zostać przez niego wykorzystane w sprawowaniu lepszego nadzoru nad udziałami w spółkach portfelowych. Niezmiernie istotna jest odpowiedź na pytania badawcze: czy inwestorzy korzystają z dostępnych im narzędzi i decydują się na podejmowanie prób ewentualnej restrukturyzacji spółki portfelowej, czy zamiast tego chętniej wybierają w takiej sytuacji wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji danej spółki, pozostawiając kwestie nadzoru i podejmowania ewentualnych działań naprawczych pozostałym udziałowcom.

Ramy chronologiczne niniejszego opracowania dostosowano do zbudowanej bazy danych (lata 2007–2011). W monografii przedstawiono najistotniejsze z punktu widzenia autorów wyniki badań i zmiany w prawodawstwie odnośnie do pełnienia funkcji nadzorczej przez inwestorów instytucjonalnych nad swoimi spółkami portfelowymi poczynając od końca XX w. aż do roku 2017.

Temat badań został podjęty ze względu na jego istotność dla procesów nadzoru korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych. Problematyka

ta wzbudza duże zainteresowanie, ale również wiele kontrowersji wśród praktyków i teoretyków *corporate governance*. Trudno oczekiwać, aby problem poruszony w monografii nie został zauważony przez badaczy rynku finansowego, jak i ładu korporacyjnego. Do tej pory powstało wiele publikacji ujmujących w sposób bardziej całościowy lub fragmentaryczny zagadnienie roli inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy spółek publicznych. Autorzy tych publikacji analizowali problem poruszany w monografii zarówno w ujęciu normatywnym, jak i opisowym. Wciąż brakuje jednak opracowań dotyczących dostępnych narzędzi i możliwości wykonywania nadzoru korporacyjnego przez inwestorów instytucjonalnych nad polskimi spółkami publicznymi, w ramach krajowego rynku finansowego. Przeprowadzone badania zaprezentowane w niniejszej monografii z pewnością wypełniają lukę w opracowaniach nad kondycją polskiego ładu korporacyjnego i miejscem instytucji w jego strukturach.

Celem głównym monografii jest próba oceny udziału inwestorów instytucjonalnych w procesach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego nad polskimi spółkami publicznymi ze wskazaniem na rozbieżność pomiędzy udziałem instytucji w tworzeniu ram ładu korporacyjnego a rzeczywistym stosowaniem jego wytycznych w praktyce nadzoru nad polskimi spółkami publicznymi.

W monografii postawiono hipotezę główną i cztery hipotezy cząstkowe.

W zgodzie z przewodnią ideą zawartą w celu monografii została sformułowana **hipoteza główna**: inwestorzy instytucjonalni nie wykorzystują optymalnie swojej pozycji w akcjonariacie spółek, tworzą zasady ładu korporacyjnego (m.in. kodeksy dobrych praktyk), ale w praktyce ich nie stosują, poprzez podejmowanie rzeczywistego nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi. Weryfikacji hipotezy głównej służyły następujące **hipotezy szczegółowe (cząstkowe)**:

Hipoteza 1: Inwestorzy instytucjonalni posiadają odpowiednie narzędzia do sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółkami, także liczba instytucji na GPW stale wzrasta, jednakże podejmowanie nadzoru może okazać się nieopłacalne lub utrudnione w sytuacji występowania barier władztwa korporacyjnego, sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych. W przypadku instytucji zachodzą problemy z efektywnością systemów monitorowania spółek przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów.

Hipoteza 2: Inwestorzy instytucjonalni inwestują w spółki, w których jest obecny inwestor dominujący, przerzucając na niego kwestie sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółką. Inwestor dominujący jest postrzegany przez inwestorów instytucjonalnych jako gwarant przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego w spółce, więc instytucje częściej inwestują w akcje przedsiębiorstw, w których jest on obecny zakładając, że będzie on we własnym interesie, ale z korzyścią dla pozostałych udziałowców, nadzorował kierownictwo spółki, wobec czego zakup akcji spółki z inwestorem dominującym jest postrzegany przez inwestora instytucjonalnego jako bezpieczniejszy.

Hipoteza 3: Inwestorzy instytucjonalni w doborze spółek do portfela nie działają z intencją maksymalizacji zysków, ale zwiększenia bezpieczeństwa wkładów powierzonych im przez ich klientów za pomocą dywersyfikacji inwestycji, stąd przy doborze spółek nie sugerują się wysokością czynników ekonomicznych i finansowych spółki czy sektorem, w którym prowadzi ona działalność. Instytucje nie oczekują wysokich zysków obarczonych dużym ryzykiem, ale z reguły poszukują spółek o stabilnej pozycji na rynku i nieosiągających ponadprzeciętnych wyników. Inwestorzy instytucjonalni przedkładają bezpieczeństwo zainwestowanych wkładów ponad możliwość osiągnięcia wyższego zwrotu z inwestycji, obciążonej większym zagrożeniem poniesienia straty. Wyniki finansowe i ekonomiczne spółki nie mają wpływu zarówno na wysokość udziałów inwestorów instytucjonalnych w jej akcjonariacie, jak i liczbę instytucji w spółce.

Hipoteza 4: Inwestorzy instytucjonalni nie dodają wartości do swoich spółek portfelowych. Liczba podmiotów instytucjonalnych w spółce nie wpływa na jej zmienne ekonomiczne i finansowe.

Na potrzeby niniejszej pracy zostały przeprowadzone badania z wykorzystaniem ilościowych metod statystyczno-ekonometrycznych na próbie 344 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem badań było ustalenie preferencji inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach publicznych, na podstawie których podjęto próbę określenia miejsca instytucji w systemie nadzoru korporacyjnego.

Przeprowadzone w badaniu wnioskowanie oparto na wynikach uzyskanych na podstawie dwóch grup metod analiz danych statystycznych. Pierwszym rodzajem są miary służące opisowi różnic pomiędzy grupami inwestorów instytucjonalnych pod względem wielkości ekonomicznych i finansowych, charakteryzujących sytuację ekonomiczną spółek, w postaci statystyk tendencji centralnej – średniej oraz mediany. Porównanie wartości średniej arytmetycznej oraz mediany umożliwiło weryfikację stopnia asymetrii rozkładu wartości poszczególnych cech. W celu weryfikacji wpływu zmiennych jakościowych na poziomych zmiennych ilościowych, przeprowadzono jednoczynnikową analizę wariancji (ANOVA). Oceny istotności statystyki dokonano na podstawie empirycznego poziomu istotności, wygenerowanego w programie SPSS. W monografii wykorzystano dwa źródła danych wtórnych, które służyły głównie do analizy empirycznej. Część danych pochodziła z raportów rocznych spółek publicznych, a część z komercyjnej bazy, do której dostęp uzyskano ze środków z grantu NCN.

Monografia składa się z trzech części: teoretycznej (rozdziały pierwszy i drugi), normatywnej – dotyczącej norm i aktywów prawnych (rozdział trzeci) i empirycznej (rozdział czwarty). W opracowaniu części teoretycznej monografii bardzo pomocne okazały się prace polskich autorów takich jak: A. Słomki-Gołębiowskiej, R. Borowieckiego, C. Mesjasza oraz S. Rudolfa, a także opracowania badaczy brytyjskich oraz amerykańskich, a w szczególności: K.A.D. Camara, L. Jin, D. Allen, R. Martin, P.D. Casson i T.M. Nisar. Część teoretyczną stanowi krytyczna

rekapitulacja zagranicznej i krajowej literatury przedmiotu na temat miejsca inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego. Jej zasadniczym celem było wprowadzenie do tematyki monografii oraz uporządkowanie podstawowych pojęć jako grunt do rozważań podjętych w dalszej części pracy. Oprócz prezentacji koncepcji teoretycznych przedstawiono również doświadczenia zagraniczne, krajowe i rezultaty badań prowadzonych na ten temat. Ze względu na znaczenie otoczenia regulacyjnego w procesie nadzoru korporacyjnego oraz w procesach budowania strategii inwestowania i portfeli aktywów finansowych ważną metodą badawczą była analiza normatywnych materiałów źródłowych: ustaw, rozporządzeń oraz regulacji środowiskowych (kodeksów dobrych praktyk oraz kodeksów kierowanych do inwestorów instytucjonalnych). Empiryczna warstwa monografii została zrealizowana za pomocą narzędzi statystycznych.

W rozdziale pierwszym zatytułowanym „Teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego” zawarto podstawowe aspekty teoretyczne *corporate governance*. Opisano w nim cztery systemy nadzoru korporacyjnego: anglosaski, kontynentalny, łańciński oraz japoński, wskazano mechanizmy nadzoru korporacyjnego oraz podjęto próbę porównania teoretycznych modeli nadzoru korporacyjnego: otwartego oraz zamkniętego. Ponadto przedstawiono w nim kwestie nadzoru inwestorów instytucjonalnych nad spółkami portfelowymi z punktu widzenia teorii agencji.

W rozdziale drugim pod tytułem „Inwestorzy instytucjonalni jako uczestnicy rynku kapitałowego” ujednolicono definicję inwestora instytucjonalnego, stworzoną dzięki analizie dostępnych opracowań naukowych. Wyszczególniono w nim zbiór cech charakterystycznych dla instytucji oraz omówiono poszczególne ich typologie i rodzaje. Scharakteryzowano poszczególne rodzaje inwestorów w podziale na fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, firmy zarządzające aktywami, banki, fundacje i podmioty państwowe. Ostatni podrozdział rozdziału drugiego dotyczy barier władztwa korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych z uwzględnieniem dualizmu relacji biznesowych oraz efektywności systemów monitorowania przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów.

Rozdział trzeci pt. „Normatywna perspektywa funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych w kontekście nadzoru korporacyjnego” stanowi część normatywną monografii poświęconą analizie ewolucji regulacji środowiskowych, zarówno tych skierowanych do szerszego grona inwestorów, jak i kodeksów dobrych praktyk stworzonych wyłącznie z myślą o instytucjach. W rozdziale tym porównano możliwości, jakie daje instytucjom funkcjonowanie w ramach jednego z dwóch narodowych systemów prawnych, stosowanych powszechnie na świecie – systemu *common law* oraz kontynentalnego. Ponadto zidentyfikowano prawa i obowiązki inwestorów instytucjonalnych, jakie posiadają oni w trakcie pełnienia przez nich funkcji nadzorczych nad spółkami, wynikające z polskiego ustawodawstwa oraz unijnego prawodawstwa.

Rozdział czwarty zatytułowany „Inwestorzy instytucjonalni w procesie nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym – analiza empiryczna” stanowi część badawczą pracy, w której na wstępie scharakteryzowano metodykę badań, dokonano opisu próby, a następnie przeprowadzono analizę inwestora instytucjonalnego w powiązaniu z jego liczbą i udziałami w spółkach, a w dalszej kolejności zbadano takie zagadnienia jak typ pierwszego inwestora dominującego a różnice w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych, wpływ sektora, w którym działa spółka a wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych, wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych oraz liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach, skończywszy na zależnościach pomiędzy liczbą podmiotów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek.

Rozdział 1

Teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego

W niniejszym rozdziale zostały przedstawione teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego, a także opisano pojęcie oraz istotę nadzoru korporacyjnego. Scharakteryzowano główne systemy nadzoru korporacyjnego: anglosaski, kontynentalny, łaćniński oraz japoński. Wyszczególniono najważniejsze różnice i podobieństwa pomiędzy nimi. Wymieniono wybrane mechanizmy nadzoru korporacyjnego, zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Przedstawiono modele nadzoru korporacyjnego – wewnętrzny oraz zewnętrzny. Na końcu zaprezentowano zarys teorii agencji i jej oddziaływanie na proces nadzoru korporacyjnego sprawowany nad spółkami portfelowymi przez inwestorów instytucjonalnych.

1.1. Pojęcie i istota nadzoru korporacyjnego

Pozyskiwanie większej wartości kapitału przez przedsiębiorstwa w wyniku emisji akcji, pozwala z jednej strony na osiągnięcie korzyści skali, ponieważ dzięki dodatkowym środkom pojawia się możliwość zwiększenia nakładów na inwestycje, co prowadzi do zwiększenia produkcji i spadku jej kosztów w przeliczeniu na jeden egzemplarz wytworzonego dobra. Z drugiej zaś strony, pozyskiwanie dodatkowego kapitału doprowadza w spółkach akcyjnych do rozproszenia własności, co w konsekwencji wymusza rozdzielenie własności i kontroli, szczególnie w przypadku przedsiębiorstw z wysoce rozproszonym akcjonariatem.

Problematyka nadzoru korporacyjnego pojawia się w sytuacji rozdziału własności od zarządzania oraz wzrostu znaczenia zewnętrznego finansowania, głównie za pośrednictwem giełdy, w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa. Wielu autorów poszukuje najstarszych rozważań na temat konsekwencji rozdziału własności od zarządzania w tak odległych historycznie źródłach jak Biblia oraz dzieła literatury

starożytnej¹, to jednak pierwszym zbiorem rozważań tego typu w nowoczesnej myśli ekonomicznej, gdzie zwrócono uwagę na kwestię funkcjonowania spółek była książka „Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów” autorstwa Adama Smitha².

Autor ten zwrócił uwagę na kwestie rozdzielienia kontroli nad spółką od jej własności, zauważając, że dyrektorzy kompanii [akcyjnych] zarządzając raczej cudzymi pieniędzmi, niż własnymi, z reguły dbają o nie z mniejszą starannością od udziałowców w spółce prywatnej inwestujących w niej swoje własne fundusze. Adam Smith krytykował spółki akcyjne i ich menedżerów, uważając, że powierzenie im pieniędzy w formie wkładów w zarządzaną przez nich spółkę jest mniej efektywnym sposobem obracania takim kapitałem, niż w inicjatywę osobiście nadzorowaną przez inwestującego³.

Na konsekwencje rozdzielienia własności i kontroli w nowoczesnej ekonomii jako pierwsi zwrócili uwagę A. Berle i G. Means w pracy „The Modern Corporation and Private Property”⁴, która została wydana w roku 1932. Zauważyli bowiem, że właściciele utracili kontrolę nad przedsiębiorstwami na rzecz menedżerów. Do sytuacji takiej dochodziło zazwyczaj na skutek wzrostu rozmiarów przedsiębiorstwa, co skutkowało znacznym wzrostem danych płynących z jego strony, których znajomość okazała się niezbędna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. W takiej sytuacji właściciel lub właściciele nie byli w stanie na bieżąco obserwować procesy zachodzące w przedsiębiorstwie i nimi kierować, wobec czego musieli powierzyć zarządzanie spółką wyspecjalizowanym menedżerom, oddając im realną władzę nad nią. Początkowo nadzór korporacyjny był utożsamiany z nadzorem właścicielskim, lecz wraz ze wzrostem znaczenia interesariuszy, czyli innych podmiotów związanych ze spółką, znaczenie tego pojęcia uległo znaczącemu rozszerzeniu⁵.

Nadzór korporacyjny można określić jako zestaw mechanizmów, za pomocą których inwestorzy zewnętrzni (akcjonariusze mniejszościowi) chronią się przed wywłaszczeniem ze strony insiderów (menedżerowie i akcjonariusze dominujący)⁶. Insiderzy dążą do wykorzystywania profitów osiągniętych w spółce dla własnych korzyści, nie zaś w celu powrotu wypracowanych zysków do pozostałych akcjonariuszy oraz wierzycieli. M. Jensen i W. Meckling⁷ zauważyli, że zwrot z inwestycji w akcje spółki nie może być postrzegany przez inwestorów jako rzecz oczywista.

1 C. Mesjasz, *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 18.

2 A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. 2, PWN, Warszawa 1954.

3 *Ibidem*, s. 469.

4 A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Co., New York 1932.

5 C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 19.

6 R. La Porta i inni, *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, No. 58, s. 4.

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

Wypracowane w spółce zyski mogą zostać wykorzystane przez insiderów dla ich własnych interesów, stojących w sprzeczności z interesami pozostałych udziałowców. O. Hart⁸ zwrócił uwagę na to, że inwestorzy uzyskują zyski z zainwestowanych w daną spółkę aktywów jedynie dlatego, iż posiadają możliwość oddziaływania prawnego na spółkę, przejawiającego się w postaci: zmiany zarządu, wymuszenia wypłaty dywidendy, możliwości zatrzymania projektu, który przyniesie zyski insiderom kosztem pozostałych udziałowców czy sądenia menedżerów i otrzymania odszkodowania oraz wpływu na ewentualną decyzję o likwidacji spółki. Bez powyższych narzędzi inwestorzy byłiby narażeni na pełnienie roli dostawców kapitału dla spółki, którzy nie posiadają żadnej realnej kontroli nad dalszym losem swoich wkładów w spółce.

Istotą systemu *corporate governance* jest zapewnienie równowagi pomiędzy wszystkimi podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, umożliwiającej rozwój zarówno im, jak i spółce. Podmiotami tymi są menedżerowie, pracownicy, inwestorzy, a także dostawcy⁹. Jak zauważa C. Mesjasz¹⁰, termin „nadzór korporacyjny” posiada różne interpretacje, w zależności od tego, jaki rodzaj podmiotów podejmie się działań kontrolnych nad spółką. Nadzór korporacyjny może być rozumiany jako nadzór właścicielski sprawowany przez akcjonariuszy lub wspólników nad zarządzaniem spółką. Celem jest w tym przypadku ochrona interesów akcjonariuszy, a także maksymalizacja rynkowej wartości akcji w przypadku spółki akcyjnej. Termin „nadzór korporacyjny” może być także rozpatrywany w kontekście interpretacji finansowej jako zbiór metod umożliwiających podmiotom dostarczającym środków finansowych spółce (takim jak: akcjonariusze, wspólnicy, banki, właściciele wyemitowanych przez przedsiębiorstwo obligacji itd.) uzyskanie zwrotu z poniesionych przez nich inwestycji. Wreszcie zaś, nadzór korporacyjny może być określony w interpretacji ogólnej jako całokształt relacji pomiędzy wszystkimi interesariuszami (*stakeholders*) spółki, którego celem jest tworzenie wartości dla wszystkich stakeholderów. Warto dodać, że istnieją dwa rodzaje interpretacji ogólnej nadzoru korporacyjnego: podstawowa, w której wszyscy interesariusze traktowani są jak równi sobie, oraz kompromisowa – podkreślająca podstawowe znaczenie akcjonariuszy¹¹.

Istnieją różnice pomiędzy podejściem do spółki w procesie nadzoru korporacyjnego. W Stanach Zjednoczonych dominuje koncepcja postrzegania przedsiębiorstwa jako narzędzia realizacji celów jego właścicieli. Upowszechniano tu systemy nabywania własności oraz systemy motywacyjne dla menedżerów, mające pozytywnie wpływać

8 O. Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, London 1995.

9 J. Szomburg, P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Corporate governance dla rozwoju Polski*, Wyjściowe tezy na inauguracyjne posiedzenie Polskiego Forum Corporate Governance, Gdańsk 2001, s. 1, http://www.law.uj.edu.pl/~kpg/images/stories/lad_korporac/cg%20dla%20rozwoju%20polski.pdf [dostęp: 06.10.2016].

10 C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 17.

11 *Ibidem*.

na wzrost wartości i pozycji rynkowej spółek. W Europie Zachodniej rozpowszechniła się szersza koncepcja ładu korporacyjnego, uwzględniająca poszukiwanie równowagi pomiędzy interesami różnych grup zaangażowanych w funkcjonowanie spółki¹². Koncepcja europejska jest określana jako instytucjonalny model korporacji¹³.

Sir Adrian Cadbury, autor pierwszego brytyjskiego kodeksu dobrych praktyk zaproponował następującą definicję nadzoru korporacyjnego: „Nadzór korporacyjny to system, w którym korporacje są kierowane i kontrolowane. Strukturę nadzoru korporacyjnego określa podział praw i obowiązków pomiędzy podmiotami związanymi z korporacją takimi jak menedżerowie, rada dyrektorów, akcjonariusze oraz inne zainteresowane strony, a przedstawia zasady i procedury podejmowania decyzji w sprawach korporacyjnych. Dzięki temu zapewnia się struktury, dzięki którym ustanawia się cele przedsiębiorstwa, sposoby ich osiągnięcia oraz proces monitorowania ich realizacji”¹⁴. Można zauważyć, że powyższa definicja wymienia zbiór podmiotów biorących udział w procesie nadzoru, jak i zakres ich działania w jego ramach, nie podaje jednak konkretnych działań, które mogą być wskazane jako rzeczywisty nadzór korporacyjny.

Najczęściej cytowaną w literaturze¹⁵ definicją nadzoru korporacyjnego jest zaproponowana przez A. Shleifera: „nadzór korporacyjny dotyczy metod działania, za pośrednictwem których dostarczyciele środków finansowych do przedsiębiorstwa starają się zapewnić sobie zwrot z ich inwestycji”¹⁶. A. Shleifer zauważył, że w przedstawionej powyżej sytuacji, interesy akcjonariuszy, kredytodawców, zaopatrujących przedsiębiorstwo w kapitał czy jej menedżerów mogą być rozbieżne¹⁷. W niniejszej monografii została przyjęta powyższa definicja nadzoru korporacyjnego z racji na jej zwięzłość i to, że jest ona powszechnie przyjęta i szeroko cytowana w opracowaniach naukowych.

W polskiej literaturze funkcjonuje równoległe wiele określeń anglojęzycznego terminu *corporate governance*, takich jak: nadzór korporacyjny, ład korporacyjny, władanie korporacyjne, nadzór wierzycielski czy nadzór nad przedsiębiorstwem¹⁸. K. Zalega porusza problem terminu *corporate governance*, zauważając, że nie posiada on w języku polskim zadowalającego odpowiednika¹⁹. K.A. Lis i H. Sterniczuk

12 Takich jak: menedżerowie, dostawcy, akcjonariusze, inwestorzy, wierzyciele oraz pracownicy.

13 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005, s. 103.

14 The Cadbury Report – The final report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, <http://www.icaew.com/~media/Files/Library/subjects/corporate%20governance/financial%20aspects%20of%20corporate%20governance.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

15 A. Słomka-Gołębiowska, *Corporate Governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2006, s. 11.

16 *Ibidem*.

17 A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey on Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 52.

18 A. Słomka-Gołębiowska, *Corporate...*, s. 11.

19 K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2003, s. 19–20.

definiują *corporate governance* jako rządy lub zarządzanie korporacją²⁰. J. Solarz proponuje tłumaczyć ten zwrot jako władanie korporacyjne²¹, R. Borowiecki zaś jako „uwarunkowany instytucjonalnie i zwyczajowo system oceny działalności organów zarządzania przedsiębiorstwem w procesie kreowania jego wartości i rozwoju dla interesariuszy”²². C. Mesjasz zaleca, aby przyswoić do języka polskiego termin *corporate governance*, ponieważ istnieją trudności z prawidłowym przełożeniem tego terminu na język polski. Autor ten proponuje jako drugą opcję w kwestii stosowania wspomnianego określenia, używanie takich zwrotów jak nadzór nad przedsiębiorstwem lub władanie przedsiębiorstwem²³. Można zauważyć, że występujące w polskiej literaturze definicje nadzoru korporacyjnego są ubogie i częstokroć próbują zamknąć sens całej definicji w jednym zdaniu. Interpretacja terminu *corporate governance* w polskiej literaturze ekonomicznej ulega jednak ciągłej ewolucji. Poszczególni badacze w swoich publikacjach korygują i rozbudowują swoje przemyślenia w tej kwestii²⁴.

Według R. Borowieckiego przedmiotem analizy w ramach nadzoru korporacyjnego są zazwyczaj relacje pomiędzy właścicielami spółki, menedżerami i wierzycielami. Podstawowym celem tych relacji jest kreowanie wartości, której beneficjentami powinni być wszyscy interesariusze. Żaden z nich nie powinien oczekiwać, że jego własne cele zostaną zrealizowane kosztem pozostałych podmiotów z tej grupy. R. Borowiecki wyróżnia główne cele *corporate governance*²⁵: harmonizowanie interesów zaangażowanych w spółkę stron, stymulowanie rozwoju i kreowanie wartości, zapewnienie atrakcyjności inwestycyjnej oraz analiza i ocena efektywności systemu, minimalizująca jego koszty. Autor ten zauważa, że współczesne teorie nadzoru korporacyjnego w niedostatecznym stopniu uwzględniają rolę wszystkich interesariuszy. Sytuacja ta utrudnia postrzeganie spółek jako podmiotów odpowiedzialnych społecznie (*corporate social responsibility*²⁶). W tej sytuacji utrzymanie w równowadze stosunków pomiędzy intere-

20 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.

21 J.K. Solarz, *Metodologia badania złożonych układów organizacyjnych. Perspektywa Corporate Governance*, Materiały powielane, 1997, cyt. za: R. Borowiecki i inni, (red.), *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005, s. 109.

22 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór...*, s. 104–105.

23 C. Mesjasz, „Corporate governance”. *Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”*, „Przegląd Organizacji” 1998, nr 11, s. 10–13.

24 Na przykład C. Mesjasz, w pracy wydanej w roku 2004 zaproponował inną definicję *corporate governance* niż w swoich wcześniejszych pracach, tłumacząc ten termin podobnie jak J. Solarz jako władanie korporacyjne.

C. Mesjasz, *Teorie nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 13–14.

25 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór...*, s. 112.

26 Szerzej patrz: Forum Odpowiedzialnego Biznesu, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl> [dostęp: 06.10.2016].

sariuszami w spółce należy do menedżerów. R. Borowiecki zauważa, że istnieje różnica pomiędzy nadzorem właścicielskim, w którym interesariuszami są właściciele spółki, a nadzorem korporacyjnym, w przypadku którego interesariusze dzielą się na insiderów, kontrolujących wewnętrzną działalność przedsiębiorstwa (pracownicy, menedżerowie) oraz outsiderów, do których zaliczają się głównie właściciele i wierzyciele spółki²⁷.

Główne pytania, które powinien postawić podmiot, zamierzający sprawować efektywny nadzór korporacyjny to²⁸:

- Kto jest uprawniony do podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie, jak powinien kształtować się ich zakres?
- Kto ustala procedury powoływania oraz odwoływania osób, które są odpowiedzialne za funkcjonowanie przedsiębiorstwa?
- Jakiego rodzaju informacje będą przekazywane akcjonariuszom?

Efektywny nadzór korporacyjny musi umożliwiać wymianę informacji niezbędnych w procesie nadzoru. Powinien prowadzić do rozwoju przedsiębiorstwa, usprawniać proces podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie oraz przyczyniać się do obsadzania władz spółek najbardziej kompetentnymi i uczciwymi menedżerami.

Należy nadmienić, że nadzór korporacyjny jest z reguły wykonywany przez dużych akcjonariuszy²⁹, którzy dysponują odpowiednimi środkami i wiedzą niezbędną w prowadzeniu kontroli nad spółkami portfelowymi. Drobni akcjonariusze, szczególnie inwestorzy indywidualni z reguły nie posiadają pieniędzy, czasu i odpowiedniej wiedzy, aby efektywnie nadzorować i brać udział w WZA spółek, których są udziałowcami. Nawet, jeśli akcjonariusze mniejszościowi posiadają wystarczające środki i kompetencje do nadzorowania spółki, jak w przypadku inwestorów instytucjonalnych na GPW w Warszawie, to ze względu na wysoką dywersyfikację portfeli, często okazuje się, że bardziej opłacalne dla inwestorów instytucjonalnych okazuje się wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji, niż wymuszenie na kierownictwie spółki procesów naprawczych.

1.2. Systemy nadzoru korporacyjnego

Współcześnie można wyróżnić cztery główne systemy nadzoru korporacyjnego: anglosaski, łaciński, japoński oraz kontynentalny, określane także jako system niemiecki, który jest stosowany również w Polsce. Niniejszy podrozdział ma za

27 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór...*, s. 104–105.

28 A. Krzysztofek, *Teoretyczne aspekty funkcjonowania nadzoru korporacyjnego*, „Zarządzanie i Finanse. Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2012, nr 4/1, s. 337.

29 A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey...*, s. 739.

zadanie przybliżenie powyższych systemów, ukazanie ich podobieństw, jak i różnic, w ten sposób, aby unaocznic cechy systemu nadzoru korporacyjnego funkcjonującego w Polsce w ramach większego systemu kontynentalnego na tle rozwiązań funkcjonujących w innych państwach.

1.2.1. System anglosaski

Anglosaski system nadzoru korporacyjnego funkcjonuje m.in. w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, Kanadzie oraz Australii. W systemie tym rynek kapitałowy jest miejscem kontroli korporacji.

System anglosaski, a w szczególności system amerykański, eksponuje rolę wolnej konkurencji w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Wydaje się, że dużym ułatwieniem dla menedżerów zarządzających spółkami, funkcjonującymi w takim systemie jest to, iż prawo gospodarcze wywodzi się tam z norm zwyczajowych. Dzięki temu konstrukcja tego systemu jest stosunkowo prosta. Pozostawia także wiele możliwości ich interpretacji, posiłkując się zdrowym rozsądkiem i zasadą należytej staranności. Rola banków w systemie anglosaskim jest mocno ograniczona. Podstawowe znaczenie w zakresie działalności spółek mają: zewnętrzny rynek kontroli przedsiębiorstwa oraz rynek kapitałowy. W opisywanym systemie przedstawiciele właścicieli najczęściej nie uczestniczą w organach zarządzania spółką. Pełnią głównie rolę obserwatorów. Po kryzysie, który rozpoczął się w 2007 roku zapaścią na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych, udziałowcy w systemie anglosaskim zwracają większą uwagę na monitorowanie działań organów zarządzających spółkami³⁰.

Cechą charakterystyczną dla systemu anglosaskiego jest występująca w nim rada dyrektorów, będąca organem skupiającym w sobie zarówno funkcje zarządcze, jak i kontrolne, zważywszy na to, system anglosaski jest określany także mianem systemu monistycznego. W skład rady dyrektorów wchodzi zarówno dyrektorzy wykonawczy (*executive directors* w USA oraz *insider directors* w Wielkiej Brytanii), którzy są członkami kadry kierowniczej wyższego szczebla w spółce, jak i dyrektorzy zewnętrzni (niewykonawczy). Dyrektorami niewykonawczymi zostają specjaliści z zakresu zarządzania i szefowie instytucji finansowych bądź innych przedsiębiorstw³¹.

W najbardziej klasycznej postaci system anglosaski występuje w Wielkiej Brytanii oraz w Stanach Zjednoczonych. W krajach tych można zaobserwować

30 E. Miklaszewska (red.), *Bank na rynku finansowym. Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 89–90.

31 S. Rudolf, *Kierunki ewolucji głównych systemów nadzoru korporacyjnego*, [w:] M. Jerzemowska (red.), *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, Sopot 2011, nr 2/1, s. 168–169.

rozwinięty rynek kontroli przedsiębiorstw oraz znaczącą rolę inwestorów instytucjonalnych. Należy podkreślić, że w poszczególnych państwach, w których obowiązuje ten sam system nadzoru korporacyjnego, istnieją w jego ramach różnice spowodowane przepisami i rozwiązaniami preferowanymi w danym państwie. Na przykład, w Stanach Zjednoczonych w ponad 80% przedsiębiorstw istnieje proceder łączenia funkcji przewodniczącego rady dyrektorów z funkcją naczelnego dyrektora. W tej sytuacji władza w spółce spoczywa praktycznie w rękach jednej osoby, a działalność rady³² sprowadza się w większości przypadków do akceptacji propozycji wysuwanych przez jej przewodniczącego. W systemie amerykańskim kontrola wewnętrzna jest słabsza, niż ma to miejsce w przypadku państw funkcjonujących w ramach systemu kontynentalnego, dlatego też bardzo duże znaczenie odgrywa w tym przypadku kontrola zewnętrzna, która np. wymusza przestrzeganie wysokich standardów przez spółki, które chcą wejść na giełdę³³.

W Wielkiej Brytanii występuje „zasada separacji” polegająca na tym, że ta sama osoba nie może pełnić jednocześnie funkcji przewodniczącego rady dyrektorów i naczelnego dyrektora. Przewaga tego typu rozwiązań nad systemem obowiązującym w Stanach Zjednoczonych jest jednak równoważona poprzez skład rady dyrektorów, który w Wielkiej Brytanii w ok. 60% składa się z dyrektorów wykonawczych. Analizując różnice w ramach systemu anglosaskiego w wybranych krajach, warto zwrócić uwagę, że w poszczególnych przypadkach może występować bardzo odmienne podejście do regulacji w obszarze nadzoru korporacyjnego. Podczas gdy w Stanach Zjednoczonych nadzór korporacyjny sprawowany jest na podstawie rozmaitych przepisów i regulacji, o tyle w Wielkiej Brytanii panuje niechęć do prawa stanowionego i nadzór opiera się głównie na prawie miękkim, np. w postaci kodeksów dobrych praktyk³⁴.

R. Borowiecki³⁵ zwrócił uwagę na to, że nowe trendy i badania nad nadzorem korporacyjnym najszybciej ulegają wdrażaniu w modelu anglosaskim, z którego są następnie zapożyczane przez pozostałe systemy. Stwierdzenie to współgra z poglądem S. Rudolfa³⁶, który twierdzi, że w XXI w. zachodzi tendencja wśród krajowych systemów nadzoru korporacyjnego, polegająca na stopniowym upodabnianiu się poszczególnych systemów nadzoru do siebie nawzajem (szczególnie w przypadku kontynentalnego i anglosaskiego). Wydaje się, że sytuacja taka ma miejsce, ponieważ rynki akcji w systemie anglosaskim są bardziej płynne niż w kontynentalnym, dzięki czemu wiele rozwiązań z dziedziny nadzoru korporacyjnego może być na tych rynkach szybciej przetestowanych i wdrożonych, a co za tym idzie, mogą być

32 Składającej się ze średnio 13 członków, spośród których ok. 80% stanowią dyrektorzy niewykonawczy. S. Rudolf, *Kierunki...*, s. 169.

33 *Ibidem*, s. 168–169.

34 *Ibidem*.

35 R. Borowiecki i inni, (red.), *Nadzór...*, s. 124.

36 S. Rudolf, *Kierunki...*, s. 180.

dzięki temu szybciej zaadaptowane na rynkach działających w systemie kontynentalnym. Wspomniana adaptacja sprawdzonych rozwiązań z systemu nadzoru anglosaskiego na grunt systemu kontynentalnego prowadzi do stopniowego upodabniania się obydwu systemów.

1.2.2. System kontynentalny

System kontynentalny (niemiecki³⁷) jest najczęściej przeciwstawiany modelowi anglosaskiemu. W systemie kontynentalnym występuje dwustopniowy lub inaczej, dualistyczny system zarządzania spółką, w którym ma miejsce wyraźne rozdzielenie funkcji wykonawczych, wypełnianych przez zarząd oraz niewykonawczych sprawowanych przez radę nadzorczą. Do zadań rady nadzorczej należy kontrola procesu zarządzania spółką w interesie akcjonariuszy i ochrona interesu publicznego. Członkowie rady nie mają większego wpływu na bieżącą działalność spółki, lecz mają taki odnośnie do długookresowej działalności przedsiębiorstwa. Porównując tę sytuację do systemu anglosaskiego, można stwierdzić, że w radzie nadzorczej w systemie kontynentalnym zasiadają wyłącznie dyrektorzy niewykonawczy. Ważnym elementem zwiększającym nadzór wewnętrzny w spółce jest to, że rada nadzorcza opracowuje zasady wynagradzania członków zarządu oraz decyduje o wysokości tych wynagrodzeń. Charakterystyczną cechą systemu kontynentalnego jest obecność w radzie nadzorczej reprezentantów instytucji, które są zaangażowane w funkcjonowanie spółki. Prawidłowość ta jest widoczna szczególnie w przypadku banków, angażujących się w sprawy spółek³⁸ i inwestujących w ich akcje w ramach długookresowych inwestycji³⁹.

Kontrola zewnętrzna jest słabsza w systemie kontynentalnym niż w anglosaskim, z uwagi na to, że rynki tych państw (np. Niemcy, Polska) są stosunkowo mało płynne, dominującą pozycję zajmują inwestorzy większościowi, zainteresowani długoterminowym udziałem w spółkach. W przeciwieństwie do rynków w systemach anglosaskich występuje tu niski akcjonariat rozproszony (*free float*), co oznacza, że system kontynentalny cechuje się mniej wzmoczoną wymianą akcji, dokonywaną przez krótkoterminowych inwestorów indywidualnych. W przypadku, gdy rynek jest rozproszony (anglosaski), czyli taki, w którym znaczna część akcji znajduje się poza posiadaniem dużych inwestorów (wysoki *free float*), kontrola zewnętrzna jest ważną składową systemu nadzoru korporacyjnego. Jeśli spółka jest nienależycie zarządzana przez menedżerów, drobni udziałowcy będą sprzedawać

37 System kontynentalny jest określany także jako system niemiecki, ponieważ w Niemczech już w II połowie XIX w. wykształciły się bardzo silne banki uniwersalne, które stały się kluczowym uczestnikiem kontynentalnego systemu nadzoru korporacyjnego w tym państwie.

38 E. Miklaszewska (red.), *Bank...*, s. 90.

39 S. Rudolf, *Kierunki...*, s. 169–170.

akcje, dając wyraźny sygnał menedżerom danej spółki do rozpoczęcia przez nich działań naprawczych w przedsiębiorstwie w celu zapobieżenia dalszemu spadkowi kursu akcji. W systemie kontynentalnym sprzedaż akcji spółki przez jej drobnych inwestorów może nie posiadać takiej siły oddziaływania, jak w systemie anglosaskim. W systemie kontynentalnym kontrola zewnętrzna ma mniejsze znaczenie, ponieważ na menedżerów mogą oddziaływać udziałowcy większościowi, których interesy mogą być sprzeczne z interesami drobnych udziałowców. Dodatkowo więksi akcjonariusze, mając swoich przedstawicieli w radzie nadzorczej spółki, mogą nakłaniać menedżerów do podejmowania decyzji korzystnych dla interesów dużych udziałowców, a niekorzystnych dla udziałowców drobnych. W takiej sytuacji wyprzedawanie akcji spółki przez drobnych udziałowców i spadek jej notowań może okazać się niewystarczającym bodźcem dla menedżerów do rozpoczęcia jakichkolwiek działań naprawczych spółki.

Kontrola zewnętrzna w państwach z systemem kontynentalnym jest słabsza także dlatego, że funkcjonuje w jego ramach mniejsza liczba spółek notowanych na giełdzie w porównaniu z państwami w systemie anglosaskim⁴⁰, co dodatkowo pomniejsza liczebność i siłę oddziaływania drobnych inwestorów. Porównanie liczebności spółek na giełdach funkcjonujących w systemach anglosaskim i kontynentalnym zostało przedstawione na rysunku 1, tj. na czterech wybranych giełdach: New York Stock Exchange (NYSE) i London Stock Exchange funkcjonujące w ramach systemu anglosaskiego oraz GPW w Warszawie i niemiecką Frankfurt Stock Exchange działające w systemie kontynentalnym. Można zauważyć, że na giełdach funkcjonujących w ramach anglosaskiego systemu prawnego notowanych jest znacznie więcej spółek niż na giełdach w państwach stosujących kontynentalny system prawny.

Specyfika regulacji prawnych w systemie kontynentalnym sprawia, że interesy poszczególnych grup właścicieli w spółce nie są chronione w jednakowym stopniu. Jak zauważają K.A. Lis oraz H. Sterniczuk⁴¹, mechanizmy nadzoru korporacyjnego w systemie niemieckim, takie jak zasady wybierania przedstawicieli do rad nadzorczych, wskazują na relatywnie słabą ochronę interesów udziałowców mniejszościowych, ponieważ przedstawiciele wybrani przez inwestorów dominujących dbają w pierwszej kolejności o interesy inwestora większościowego, który oddelegował ich do prac w spółce, a dopiero w dalszej kolejności o interesy spółki i jej pozostałych udziałowców.

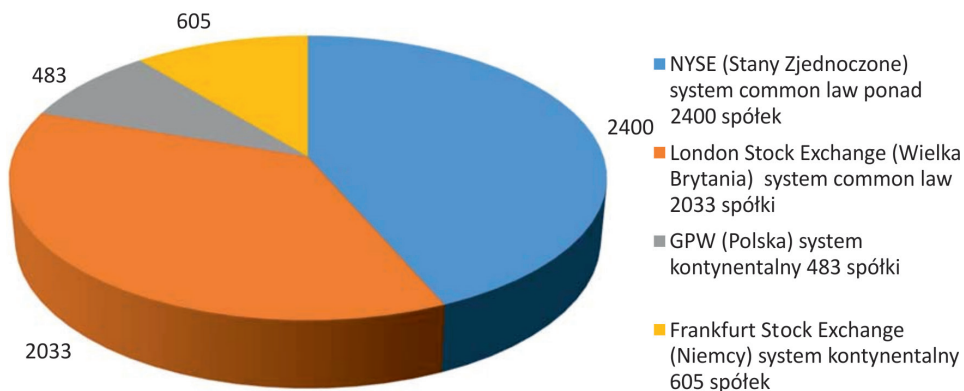
Kapitał spółek w systemie kontynentalnym jest z reguły skoncentrowany – dominują udziałowcy większościowi. Duże pakiety akcji należą do banków, innych przedsiębiorców i spółek holdingowych⁴², które to podmioty dzięki wysokim udziałom, co przekłada się na liczbę głosów na walnym zgromadzeniu

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 129–135.

⁴² R. Borowiecki i inni, (red.), *Nadzór...*, s. 117.

akcjonariuszy spółki i oddelegowaniu przedstawicieli do pracy w jej organach, mogą wpływać na menedżerów i politykę spółki. W systemie anglosaskim występuje wyraźny rozdział funkcji własności i zarządu. Rozproszeni drobni udziałowcy nie mają wystarczającej liczby głosów, aby próbować wpływać na decyzje menedżerów i proces funkcjonowania spółki. W modelu kontynentalnym zaś, inwestorzy częstokroć posiadają w spółce dość władzy, by w razie potrzeby wymusić niezbędne zmiany⁴³.



Rysunek 1. Liczba spółek działających na giełdach w systemach anglosaskim i kontynentalnym (dane na 06.2017 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie https://www.gpw.pl/lista_spolek, <http://www.frankfurtstockexchange.de/frankfurt-stock-exchange-listed-companies/categ/1000001-frankfurt-stock-exchange-listed-companies.html>, <https://www.nyse.com/list>, <http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm> [dostęp: 06.06.2017].

W systemie niemieckim koncentracja własności spada w ostatnich latach w znacznie mniejszym stopniu niż w systemie anglosaskim. Duże znaczenie w tej kwestii mają banki, które są w stanie oddać dużą liczbę głosów na WZA spółki, nie tylko ze swoich akcji, ale także z udziałów innych akcjonariuszy, za których głosuje bank, będący depozytariuszem ich papierów wartościowych⁴⁴. Innymi słowy bank może nie być właścicielem akcji danej spółki lub może posiadać niewielką ich liczbę, ale może głosować z akcji, które zostały przekazane bankowi przez jego klientów w depozyt, może się więc okazać, że bank może w głosowaniu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy występować jako podmiot dysponujący większością głosów, jeśli zsumuje głosy przypadające na akcje będące w jego posiadaniu i akcje swoich klientów złożone u niego w depozyt.

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ J. Franks, C. Mayer, H.F. Wagner, *The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, „Review of Finance” 2006, Vol. 10, s. 538.

W systemie kontynentalnym, większa uwaga zwrócona jest na kwestię kolektywizmu niż indywidualizmu, cenionego w kręgach anglosaskich. Dużą wagę w systemie kontynentalnym przykładą się do kwestii partycypacji pracowniczej. Poszukuje on równowagi pomiędzy różnymi grupami interesów w celu zapewnienia długotrwałego, zrównoważonego rozwoju. Tak jak w przypadku innych systemów nadzoru korporacyjnego, tak i w przypadku modelu kontynentalnego występują różnice pomiędzy poszczególnymi rozwiązaniami krajowymi. Tyczą się one w szczególności kwestii udziału przedstawicieli załogi w radach nadzorczych. Największy występuje w Niemczech (nawet do 50%), a w znacznie mniejszej skali w państwach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie w wielu przypadkach pracownicy nie posiadają przedstawicieli w radach nadzorczych⁴⁵.

1.2.3. System łański

Rozwiązania przyjęte w systemie łańskim pozwalają na usytuowanie go pomiędzy modelem anglosaskim a kontynentalnym. Wydaje się jednak, że bliżej mu do niemieckiego, choćby zważywszy na wysoką koncentrację własności wśród akcjonariuszy⁴⁶. Jego założenia przyjęto w nadzorze korporacyjnym w takich krajach jak: Francja, Belgia, Hiszpania oraz Włochy. Nadzór korporacyjny jest sprawowany w tych państwach na podstawie prywatnych powiązań, które przejawiają się np. poprzez krzyżowe uczestnictwo w radach nadzorczych, co jest szczególnie popularne we Francji. Należy podkreślić, że pod względem mechanizmów i zasad nadzoru korporacyjnego funkcjonujących w tych krajach, wydają się one mniej rozwinięte, niż w pozostałych opisywanych systemach. Niski stopień rozwoju nadzoru wynika z niewielkiego sektora korporacji publicznych, a tym samym ograniczonego znaczenia rynków kapitałowych. W porównaniu z systemem anglosaskim, w państwach, w których funkcjonuje system łański zazwyczaj występują mało aktywne giełdy, tak pod względem liczby transakcji, jak i działających na nich podmiotów. Brakuje także aktywnego rynku kontroli korporacji. Charakterystyczną cechą systemu łańskiego jest to, że akcjonariusze spółki podejmują decyzje odnośnie do sposobu regulacji kwestii nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwie. W modelu łańskim nie narzucono sztywnych zasad dotyczących konstrukcji organów nadzorczych spółki. Podmioty funkcjonujące w krajach, w których obowiązuje ten system mają do wyboru przyjęcie w tej kwestii rozwiązania anglosaskiego i ustanowienie w spółce rady dyrektorów lub zaaprobowanie

45 S. Rudolf, *Kierunki...*, s. 169–170.

46 E. Miklaszewska (red.), *Bank...*, s. 95; Jak podają K.A. Lis i H. Sterniczuk: średnio pięciu największych udziałowców w spółkach francuskich ma niemal 50% akcji, natomiast we Włoszech liczba ta dochodzi nawet do 78%. K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 137.

modelu kontynentalnego i rozgraniczenie kompetencji zarządczych od nadzorczych w spółce, poprzez ustanowienie zarządu oraz rady nadzorczej⁴⁷.

Komitet audytu⁴⁸ jest niezależnym organem w systemie łańciskim, bez różnicy, który system organów w spółce wybrano – monistyczny czy dualistyczny, i nie przynależy ani do rady nadzorczej, ani do rady dyrektorów. Niezależność członków komitetu może pozytywnie wpływać na ich funkcje kontrolne w spółce, ponieważ nie są zaangażowani w żadne procesy związane z podejmowaniem decyzji w korporacji. Z drugiej jednak strony, z racji nieprzynależenia do kierownictwa przedsiębiorstwa, członkowie komitetu audytu zwykle nie są w stanie śledzić codziennej działalności spółki, powstaje więc pomiędzy nimi a menedżerami asymetria informacji. Ponadto audytorzy w państwach, gdzie funkcjonuje system łańciski poświęcają mniej czasu na kontrolowanie spółki niż ci działający w warunkach systemu kontynentalnego lub anglosaskiego⁴⁹.

1.2.4. System japoński

W systemie japońskim organem nadzoru korporacyjnego jest rada dyrektorów powoływana przez akcjonariuszy. Organ ten zatrudnia oraz kontroluje władze wykonawcze spółki. Priorytetem dla rady dyrektorów jest zapewnienie rozwoju przedsiębiorstwa oraz wzrostu wartości dla akcjonariuszy, a także dbanie o interesy rządu (podatki), społeczności lokalnych (stabilizacja zatrudnienia) czy wreszcie ochrona interesów menedżerów za pomocą różnorodnych bonusów i zwiększania bezpieczeństwa zatrudnienia. Jeśli chodzi o główny cel rady dyrektorów w systemie japońskim, to teoretycznie jest nim dbanie o interesy zarówno akcjonariuszy, jak i społeczeństwa. W praktyce jednak okazuje się, że reprezentuje on głównie interesy pracowników jako członków korporacji. Sytuacja taka ma miejsce, ponieważ większość członków rady dyrektorów w japońskich spółkach stanowią jej obecni lub byli pracownicy⁵⁰.

47 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 136–137.

48 Komitet audytu to roboczy zespół rady nadzorczej odpowiedzialny za nadzór nad sprawozdawczością finansową w spółce, mający zagwarantować niezależność audytorów. Organ ten zatwierdza wybór audytora zewnętrznego i decyduje w procesie zatrudniania i zwalniania pracownika kierującego komórką audytu wewnętrznego. Komitetowi podlegają audytorzy wewnętrzni, którzy składają temu organowi raporty z przeprowadzonych audytów, oceny systemu kontroli wewnętrznej oraz okresowe sprawozdania ze swojej działalności.

49 C.F. Alves, E.F.R. Vicente, *Does the Latin Corporate Governance Model Perform Worse than Others in Preventing Earnings Management?* „Faculdade de Economia da Universidade do Porto Working Papers”, February 2012, Vol. 447, s. 4–5.

50 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 138.

Według A. Samborskiego⁵¹, japoński system nadzoru korporacyjnego znajduje się pomiędzy rozwiązaniami przyjętymi w Niemczech a tymi, które obowiązują w Stanach Zjednoczonych. W systemie japońskim występuje wysokie zróżnicowanie inwestorów instytucjonalnych, którzy oddziałują na spółkę za pośrednictwem sieci powiązań lub *keiretsu*⁵², wspierając w podejmowanych działaniach zarówno spółkę, jak i jej zarząd⁵³.

Charakterystyczną cechą modelu japońskiego jest to, że własność jest skupiona wokół banków w sieci spółek określanych mianem *keiretsu*. W systemie tym zarówno bank, jak i pozostałe instytucje finansowe posiadają akcje przedsiębiorstw danej grupy. Z drugiej strony przedsiębiorstwa, które są członkami *keiretsu* są właścicielami akcji banku oraz pozostałych instytucji⁵⁴. Zależność spółek i innych podmiotów od banku może przynosić im korzyści w postaci niższych kosztów pozyskiwania informacji oraz oszczędności związane z nadzorem, które w pewnym zakresie przejmują na siebie bank⁵⁵.

Zasady nadzoru korporacyjnego w systemie japońskim są regulowane głównie na podstawie kodeksu dobrych praktyk. Charakterystyczną cechą modelu japońskiego jest bierna z reguły postawa właścicielska akcjonariuszy. Jedynie około 30% akcji znajduje się w publicznym obrocie. Od około 60 do 80% akcji znajduje się w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych takich jak: fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe i banki. Indywidualni akcjonariusze są najczęściej udziałowcami mniejszościowymi, dlatego też ich siła oddziaływania na menedżerów jest znacznie niższa niż inwestorów instytucjonalnych działających poprzez sieci *keiretsu*⁵⁶.

51 A. Samborski, *Nadzór korporacyjny w kontekście globalizacji*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2012, nr 267, s. 14–15.

52 Mianem *keiretsu* określa się w Japonii grupę spółek powiązanych za pomocą zależności kapitałowych oraz biznesowych. *Keiretsu* zaczęły rozwijać się po zakończeniu II wojny światowej, kiedy alianci zmienili poprzedni system gospodarczy Japonii, w którym dominowały *zaibatsu*, czyli kartele bankowo-przemysłowe kontrolowane przez pojedyncze rodziny. Przedsiębiorstwa, które powstały po rozpadzie *zaibatsu* zaczęły ponownie tworzyć pomiędzy sobą powiązania, kupując swoje udziały i tworząc alianse. Powstało sześć głównych i wiele mniejszych *keiretsu*. Każde z nich było skoncentrowane wokół jednego banku udzielającego kredytów członkom *keiretsu* i posiadającego w nich udziały. Banki mają w tym systemie dużą kontrolę nad przedsiębiorstwami i w razie problemów mogą wspomóc je finansowo.

53 Szerzej patrz: B. Horodyska, *Keiretsu – japoński model biznesowy a innowacje*, http://web.archive.org/web/20130606102933/http://www.pi.gov.pl/Polityka/chapter_95759.asp [dostęp: 06.10.2016].

54 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór...*, s. 117.

55 X. Wu, P. Sercu, Ch.J.P. Chen, *Keiretsu Membership, Firm Size, and Corporate Returns on Value and Cost*, s. 4, ssrn.com [dostęp: 06.10.2016]

56 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 138.

1.3. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego to: procesy, metody, instytucje oraz instrumenty, uczestniczące w szeroko pojmowanym nadzorze korporacyjnym⁵⁷. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego powstały w odpowiedzi na konieczność wyeliminowania niekorzystnych konsekwencji wynikłych z teorii agencji, które mają miejsce, ponieważ nie istnieje możliwość przygotowania pomiędzy pryncypałem (akcjonariusz – przełożony delegujący pracę agentowi) a agentem (menedżer zatrudniony do zarządzania spółką w interesie pryncypała) takiego kontraktu regulującego ich współpracę, który byłby w stanie obejmować wszystkie warianty rozwoju sytuacji w przyszłości. Ewentualne negatywne konsekwencje powstania sytuacji, w której agent będzie mógł działać na szkodę pryncypała, ponieważ konkretnego posunięcia nie będzie zabraniał bądź regulował kontrakt, powinny zostać eliminowane lub ograniczane przez odpowiednie mechanizmy nadzoru korporacyjnego⁵⁸.

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego można podzielić na wewnętrzne oraz zewnętrzne. W tabeli 1 podano przykłady obydwóch rodzajów mechanizmów.

Tabela 1. Wewnętrzne i zewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego

Mechanizmy wewnętrzne	Mechanizmy zewnętrzne
<ul style="list-style-type: none"> • kontrola sprawowana nad spółką przez radę nadzorczą lub radę dyrektorów, • struktura własności (nadzór udziałowców), • wewnętrzna kontrola i audyt wewnętrzny, • podział władzy pomiędzy organami spółki, • struktura zadłużenia (wszelkie formy zadłużenia, takie jak kredyty, obligacje itd.), • wynagrodzenia członków zarządu (płace oraz premie dla menedżerów, plany emerytalne, a także akcje i opcje na zakup akcji) 	<ul style="list-style-type: none"> • regulacje prawne, • działania grup interesów, • konkurencja na rynku produktów, • uwarunkowania polityczne, • zasady odnośnie funkcjonowania przedsiębiorstwa regulowane na wielu poziomach, takich jak: krajowy, regionalny, uniwersalny, • rynki finansowe: rynek kapitałowy i rynek długu (obligacji), • fuzje oraz przejęcia (w szczególności wrogie), • rynek kontroli nad korporacjami, • wpływ mediów, • rynek talentów menedżerskich (rynek pracy menedżerów), • wymagania dotyczące jawności oraz przejrzystości

Źródło: C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 25.

⁵⁷ C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 24–25.

⁵⁸ *Ibidem*, s. 23.

Wewnętrzne mechanizmy nadzoru to wszelkiego rodzaju narzędzia i procedury używane przez właścicieli spółki do kontrolowania menedżerów, aby ci działali w jak najlepszym interesie udziałowców, przestrzegając zasady o maksymalizacji korzyści i ograniczeniu strat dla akcjonariuszy. Nadzór wewnętrzny może być sprawowany przez udziałowców spółki poprzez wybór zarządu i ustalenie jego reguł działania w postaci statutu spółki, a także za pomocą zmotywowania menedżerów do lepszej pracy poprzez powiązanie części ich wynagrodzenia z wynikami spółki. Nadzór zewnętrzny nad spółką jest zaś sprawowany przez podmioty znajdujące się w otoczeniu zewnętrznym spółki, które na wielu płaszczyznach są zainteresowane sposobem funkcjonowania przedsiębiorstwa. Mechanizmy zewnętrzne sprowadzają się w szczególności do wpływów wywieranych na spółkę przez rynki, takie jak rynek przejęć czy rynek produktów, ujawniający ewentualną niską efektywność przedsiębiorstwa, lecz także poprzez prawodawstwo, media i inne zainteresowane podmioty⁵⁹.

Nawiązując do wcześniej przedstawionych czterech systemów nadzoru korporacyjnego, można zauważyć, że w systemie anglosaskim większe znaczenie mają mechanizmy zewnętrzne wykorzystywane w licznie w nim reprezentowanych udziałowców mniejszościowych. W systemach kontynentalnym, łańskim oraz japońskim większy wpływ na menedżerów spółki akcyjnej można uzyskać dzięki mechanizmom wewnętrznym, szczególnie za pośrednictwem bezpośredniego nadzoru nad przedsiębiorstwem udziałowców dominujących, jak i przez oddelegowanych przez nich swoich przedstawicieli do rady nadzorczej spółki.

W systemie kontynentalnym, również w Polsce, inwestorzy mniejszościowi, w tym także instytucjonalni mogą wykorzystywać przewagę skuteczności wewnętrznych mechanizmów nadzoru na swoją korzyść, kupując udziały w spółkach, w których jest obecny udziałowiec dominujący, ufni w jego wiedzę na temat aktualnej sytuacji w spółce i umiejętności wpływania na menedżerów spółki w taki sposób, aby przedsiębiorstwo było racjonalnie zarządzane. Nawet, jeśli udziałowiec większościowy wpłynie na menedżerów, aby wprowadzili w życie decyzję, która doprowadzi do czasowego spadku kursu akcji, to jednak udziałowcy mniejszościowi przyjmują, że akcjonariusz większościowy wie co robi, zainwestował w spółkę znaczny majątek, posiada o niej i o rynku odpowiednią wiedzę (szczególnie, jeśli dominującym udziałowcem jest członek rady nadzorczej, zarządu lub inwestor branżowy) i w dłuższej perspektywie jego działania będą prowadzić do stabilizacji kursu akcji i rozwoju przedsiębiorstwa.

59 B. Borkowska, *Ramy instytucjonalne a corporate governance*, [w:] P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 501.

1.4. Model nadzoru korporacyjnego zamknięty a model otwarty

W rozważaniach nad modelami nadzoru korporacyjnego dostrzec można powszechny podział na model zamknięty (*insider system*), którego podstawą są wysokie kompetencje członków zarządu i rady nadzorczej oraz na model otwarty (*outsider system*), gdzie główną rolę w mechanizmach nadzoru odgrywa rynek przejść spółek, giełda, a także wysoka konkurencja na rynku towarów i usług.

Model zamknięty charakteryzuje się dużą koncentracją kontroli i własności. Z tego względu jest określany jako system akcjonariuszy większościowych (*blockholder system*). Wysoka koncentracja kapitałów w rękach jednego lub kilku dominujących udziałowców ułatwia kontrolowanie menedżerów i sprawia, że odpowiedzialność zarządzających spółką przed jej udziałowcami jest bardziej bezpośrednia, niż ma to miejsce w przypadku spółek z wysoce rozproszonym akcjonariatem. Wysoka koncentracja własności może jednak prowadzić do nadużywania pozycji przez inwestorów dominujących, w wyniku czego akcjonariusze mniejszościowi mogą ponosić stratę, wynikającą z nakłonienia menedżerów przez inwestora dominującego do podjęcia działań, które początkowo mogą wywołać spadek kursu akcji i dla drobnego akcjonariusza, niedysponującego pełną wiedzą o kondycji przedsiębiorstwa i rynku danej branży mogą wydawać się nietrafione (np. zakup dodatkowych gruntów, maszyn lub odwrotnie, sprzedaż parku maszynowego). Dysponujący zazwyczaj pełniejszym oglądem sytuacji inwestor większościowy decyduje się na takie działania, ponieważ może posiadać informacje dotyczące rozwoju rynku i trendów na nim zachodzących oraz perspektyw rozwoju danej branży w przyszłości. W przeciwieństwie do akcjonariusza mniejszościowego oczekującego zazwyczaj szybkiego zysku z akcji, inwestor dominujący jest w stanie zaakceptować koszty poczynione na inwestycje w spółce i dostosowanie jej do zmieniających się rynków i gustów konsumentów, aby zwiększyć potencjalne zyski spółki, a tym samym swoje z posiadanych w niej udziałów w dalszej perspektywie czasowej.

W modelu zamkniętym większa uwaga jest skupiana na ograniczaniu ewentualnego nadużycia władzy przez dużych udziałowców niż na kontrolowaniu zarządów. Wysoka koncentracja własności w modelu zamkniętym prowadzi do obniżenia płynności spółek. Sytuacja ta może w konsekwencji oznaczać niedostateczny nadzór zarządów przez akcjonariuszy mniejszościowych – zarządy mogą popaść w zbytne uzależnienie od sugestii głównych akcjonariuszy w kwestiach związanych z funkcjonowaniem spółki. Udziałowiec większościowy, taki jak strategiczny lub założyciel przedsiębiorstwa może być w stanie zaakceptować przejściowe problemy w spółce w postaci czasowej utraty wartości akcji czy słabszych wyników przedsiębiorstwa, jeżeli jest to cena długookresowej strategii rozwoju spółki. Inne priorytety posiada inwestor krótkoterminowy, finansowy, nastawiony na zysk

i wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji. Jego interesy w modelu zamkniętym są zagrożone przez działalność inwestorów dominujących⁶⁰.

Według J.L. Colley Jr., Polska, razem z takimi państwami jak Niemcy, Holandia, Austria, Belgia oraz Włochy, w których mediana wielkości pakietu udziałów, kontrolowanego przez największego akcjonariusza wynosi od 40 do 60%, skłania się ku rozpowszechnionemu w Europie kontynentalnej modelowi zamkniętemu⁶¹.

P. Urbanek uważa, że „badania prowadzone przez kilka zespołów badawczych w ciągu ostatnich kilkunastu lat wykazały dużą stabilność akcjonariatu w polskich spółkach publicznych⁶²”. W tej sytuacji rola rynku kapitałowego jako zewnętrzniego mechanizmu kontroli nad korporacjami wydaje się znacznie ograniczona.

Model otwarty cechuje się bardzo wysokim rozproszeniem akcjonariatu i niewielką obecnością akcjonariuszy dominujących. W systemie tym występuje wysoka mobilność kapitałowa, większa przejrzystość informacyjna spółek, co przekłada się na lepsze możliwości nadzoru nad menedżerami oraz krótszy horyzont czasowy inwestycji. Większą wagę przywiązuje się tutaj do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy⁶³. Najważniejszym mechanizmem nadzoru korporacyjnego w modelu otwartym jest rynek kontroli nad korporacjami, działający poprzez transakcje fuzji oraz przejęć. Mechanizm tego typu funkcjonuje, ponieważ pomiędzy efektywnością zarządzania spółkami a rynkową wyceną ich wartości występuje silna dodatnia korelacja. W przypadku, w którym rynkowa wycena akcji jest niższa niż ta, która mogłaby wystąpić w sytuacji, gdyby spółka była efektywniej zarządzana, stwarza to wystarczający motyw dla innych uczestników rynku do podjęcia próby przejęcia kontroli nad tymi aktywami, poprzez wrogie przejęcie⁶⁴.

60 J.L. Colley Jr., *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo K.E. LIBER, Warszawa 2005, s. 259–260.

61 *Ibidem*.

62 P. Urbanek, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, „Zeszyty Naukowe” 2011, nr 9, s. 216.

63 J.L. Colley Jr., *Ład...*, s. 259–260.

64 Menedżerowie są w stanie za pośrednictwem różnorodnych narzędzi obronnych, takich jak: trujące pigułki (*poison pills*) lub *Pac-Man Defense* zmusić wrogię ofera do odstąpienia od próby przejęcia spółki, w której pracują. W efekcie nieudanego przejęcia akcje spółki zniżkują, a u jej sterów pozostaje nieefektywne kierownictwo. Spółki mogą zabezpieczać się przed ewentualnymi próbami przeciwdziałania wrogiemu przejęciu przez menedżerów oferując im złote spadochrony. Szerzej patrz: Ł. Błoch, *Trujące pigułki (poison pills) jako narzędzia obrony spółki przed wrogim przejęciem*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 231–247; Ł. Błoch, *Pac-Man Defense jako forma obrony spółki przed wrogim przejęciem*, [w:] J. Sokołowski (red.), *Polityka ekonomiczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010, s. 30–40; L.A. Bebchuk, A. Cohen, Ch.C.Y. Wang, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, „Journal of Corporate Finance”, April 2014, Vol. 25, s. 140–154; Ł. Błoch, *Golden Parachute as a Component of the Salary of Presidents of the Management Boards*, „Theory of Management 3”, *University of Žilina, Žilina* 2011, s. 13–16.

W tej perspektywie, zmiany własnościowe powinny prowadzić do alokacji zasobów, umożliwiającej ich efektywniejsze wykorzystanie⁶⁵. Fuzja lub przejęcie spółki może skutkować szeregiem korzyści, zarówno dla samego przedsiębiorstwa, jak i dla jego akcjonariuszy, takich jak: transfer wartości, oszczędności podatkowe oraz efekty synergiczne⁶⁶. Korzyścią w takim przypadku może okazać się także zmiana nieskutecznego kierownictwa spółki na takie, które będzie w stanie we właściwy sposób wykorzystać jej potencjał⁶⁷.

Za przykład stosowania modelu otwartego mogą posłużyć Stany Zjednoczone, gdzie mediana dla pakietów akcji posiadanych przez największego udziałowca wynosi od około 5,4% w przypadku giełdy nowojorskiej (NYSE) do 8,6% w przypadku NASDAQ. W przypadku giełdy londyńskiej, mediana ta oscyluje wokół 9,9%⁶⁸. Jak zauważa P. Urbanek⁶⁹, zdaniem niektórych badaczy, rozproszenie udziałów w gospodarce Stanów Zjednoczonych nie musi być skutkiem działania sił rynkowych, lecz wynika z regulacji rządowych, mających na celu ograniczenie wpływu instytucji finansowych, a w szczególności banków na działalność spółek. Inni uczeni, według wspomnianego autora uważają, że wysoka koncentracja własności, charakterystyczna dla modelu zamkniętego może kształtować się w odpowiedzi na niedostateczną ochronę praw inwestorów. W przypadku, gdy w danym państwie obowiązują słabe prawa korporacyjne przypisane do akcji, tym większy musi być stopień koncentracji własności, pozwalający uzyskać wyższą siłę głosu przeciwko kierownictwu w spółce.

Wydaje się, że nie można jednoznacznie wskazać, który z systemów dominuje w gospodarce światowej – zamknięty czy otwarty. W gospodarkach wysoko rozwiniętych, w przypadku dużych korporacji publicznych częściej występuje pojedynczy, dominujący bądź większościowy udziałowiec. Z drugiej strony, analizując parametry dotyczące roli rynków kapitałowych w gospodarce światowej, takie jak wskaźnik kapitalizacji rynku kapitałowego, globalna wartość korporacji czy liczba spółek publicznych, można zauważyć dominację modelu otwartego⁷⁰.

Zważywszy na przedstawione powyżej informacje i nawiązując do postawionej w niniejszej pracy drugiej hipotezy cząstkowej, która przyjmuje, że inwestorzy instytucjonalni inwestują w spółki, w których jest obecny inwestor dominujący, przeliczając na niego kwestie sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółką, można zauważyć, że działający na GPW w Warszawie inwestorzy instytucjonalni mają

65 Szerzej patrz: H.M. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1965, Vol. 73, No. 2, s. 110–120.

66 P. Urbanek, *Rynek kontroli...*, s. 217.

67 Szerzej patrz: P. Urbanek, *Zmiany akcjonariatu a rotacja członków zarządu na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2014, Vol. 166, s. 228–237.

68 J.L. Colley Jr., *Ład...*, s. 259–260.

69 P. Urbanek, *Rynek kontroli...*, s. 219.

70 *Ibidem*, s. 215–216.

to zadanie ułatwione, ponieważ na naszej giełdzie, funkcjonującej w ramach modelu zamkniętego łatwiej znaleźć spółki z inwestorem dominującym, niż na giełdach w państwach, w których obowiązuje otwarty model nadzoru korporacyjnego.

1.5. Nadzór inwestorów instytucjonalnych nad spółkami portfelowymi z punktu widzenia teorii agencji

Istnieje wiele koncepcji ładu korporacyjnego, spośród których można wymienić takie jak: teoria kosztów transakcyjnych, teorie menedżerskie, teorie zasobowe oraz teorie służebności menedżerów⁷¹. Szerzej przybliżona w niniejszej pracy zostanie jednak teoria agencji, ponieważ jest ona szczególnie użyteczna dla wyjaśnienia złożonych stosunków między menedżerami a właścicielami.

W przypadku inwestorów instytucjonalnych występuje dwupoziomowa zależność pryncypał – agent. Z jednej strony instytucje są pryncypałami dla menedżerów spółek giełdowych, w których inwestorzy instytucjonalni posiadają udziały, jednocześnie zaś są agentami dla swoich klientów (członków funduszu, fundacji, klientów banku itd.), których środki inwestują jako pośrednicy w akcje spółek.

Głównym problemem poruszonym przez teorię agencji są relacje pomiędzy różnymi podmiotami tworzącymi korporację, pojmowaną jako wiązka kontraktów. Załączki teorii agencji można upatrywać w rozważaniach A. Berlego oraz G. Meansa na temat zależności pomiędzy prawem własności, a mechanizmami władzy w dużych korporacjach (1932⁷²). Autorzy ci postawili tezę, że przedsiębiorstwo, w szczególności to, które funkcjonuje w formie spółki kapitałowej, jest powiernikiem swoich właścicieli, celem tego powiernika jest zaś osiągnięcie jak najwyższych zysków dla właściciela kapitału⁷³.

Problem agencji jako konsekwencję oddzielenia własności od zarządzania pierwsi kompleksowo opisali M. Jensen oraz W. Meckling w roku 1976⁷⁴. W zaproponowanej przez nich koncepcji przyjęto spółkę kapitałową jako model przedsiębiorstwa z założeniem, że będzie ona funkcjonować, respektując rozdział własności od zarządzania. Autorzy ci zdefiniowali zależność występującą w ramach teorii agencji jako „kontrakt, na mocy którego, jedna bądź więcej osób (pryncypał)

71 D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, s. 23.

72 A. Berle, G. Means, *The Modern...*

73 K.A. Waśniewski, *Decyzje inwestycyjne współczesnej korporacji – dylematy racjonalności*, Oficyna Wydawnicza AFM, Kraków 2011, s. 46.

74 M. Jensen, W. Meckling, *Theory...*, s. 305–360.

angażują inną osobę (agent) do wykonywania pewnych działań w ich imieniu. Proceder ten wiąże się z delegowaniem określonego zakresu samodzielności decyzyjnej agenta. W przypadku, gdy obie strony kontraktu będą dążyć do maksymalizowania swojej użyteczności, należy założyć, iż agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała⁷⁵.

Teoria agencji próbuje rozwiązać dwa problemy⁷⁶. Pierwszym z nich jest tzw. problem agencji, który powstaje w przypadku, gdy:

- dążenia oraz cele pryncypała i agenta są w konflikcie (agent chce osiągnąć korzyści kosztem drugiej strony umowy, nie zawsze jest skłonny działać w interesie pryncypała),
- weryfikowanie poczyną agenta jest trudne bądź kosztowne dla pryncypała, w wyniku czego pryncypał nie jest w stanie stwierdzić, czy agent zachowuje się odpowiednio.

Drugim problemem jest zagadnienie podejścia do ryzyka w procesie zarządzania przedsiębiorstwem, które może być inne dla agenta i inne dla pryncypała. Kwestia ta pojawia się w momencie, gdy pryncypał i agent mają odmienne postawy w stosunku do dzielenia ryzyka, w wyniku czego w danej sytuacji mogą oni preferować odmienne działania, uzależnione od różnej preferencji odnośnie do ryzyka. Pryncypał może nalegać, aby agent działał bardziej ryzykownie i spróbował zwiększyć zyski przedsiębiorstwa w okresie kryzysu gospodarczego. W takiej sytuacji agent może posiadać niższą skłonność do ryzyka, obawiając się utraty pracy w wyniku niepowodzenia takiego przedsięwzięcia. Z drugiej strony, pryncypał nastawiony na bezpieczeństwo zainwestowanych w akcję spółki środków, może nie być zainteresowany ryzykownymi zmianami w firmie ukierunkowanymi na zwiększanie przychodów spółki w krótkim okresie, ponieważ ważniejsze dla niego mogą być skromniejsze, lecz stabilniejsze zyski wypracowywane do tej pory przez przedsiębiorstwo. Podobnie w tej sytuacji podejście do dzielenia się ryzykiem może być odmienne u pryncypała i agenta. Ten ostatni może działać w kierunku zwiększania inwestycji w spółce i wzrostu jej przychodów, gdy jest wynagradzany zależnie od jej wyników.

Przedmiotem analizy w teorii agencji jest umowa (kontrakt) pomiędzy pryncypałem a agentem, stąd skupia się ona na ustaleniu możliwie najskuteczniej funkcjonującego kontraktu pomiędzy wymienionymi stronami, uwzględniającego najbardziej dokładne i realistyczne spektrum czynników, mogących mieć wpływ na jego satysfakcjonujące wykonanie. Do czynników branych pod uwagę przy sporządzaniu rzeczonoego kontraktu powinny wchodzić: czynnik ludzki (np. ograniczona racjonalność, interes własny oraz awersja do ryzyka), czynnik organizacyjny (np. konflikt pomiędzy stronami odnośnie do celów, które mają zostać osiągnięte

⁷⁵ *Ibidem*.

⁷⁶ K.M. Eisenhardt, *Agency Theory: An Assessment and Review*, „The Academy of Management Review” January 1989, Vol. 14, No. 1, s. 58.

w spółce) czy kwestia informacji (jest ona towarem, który może zostać zakupiony – w przypadku wystąpienia takiej możliwości mogą powstać rozbieżności, co do jej zasadności pomiędzy pryncypałem a agentem)⁷⁷. W procesie konstruowania kontraktu jego twórcy powinni znaleźć odpowiedzi na dwa podstawowe pytania. Pierwsze z nich brzmi: w jaki sposób skonstruować system bodźców skłaniający agenta do jak najskuteczniejszego realizowania celów mocodawcy, a jednocześnie zniechęcający agenta do realizacji własnych celów, takich, które mogą być sprzeczne z celami pryncypała. Drugie pytanie brzmi: w jaki sposób oraz w jakim zakresie pryncypał może skutecznie sterować i monitorować działania agenta pod kątem wywiązywania się przez niego z wyznaczonych mu zadań i przewidywanych efektów?⁷⁸

Należy podkreślić, że w praktyce nie sposób przewidzieć wszystkich okoliczności, w jakich znajdzie się menedżer i spółka w okresie trwania kontraktu, dlatego też nie ma możliwości spisania kontraktu kompletnego, to znaczy takiego, który mógłby sprecyzować, jakie działania może podejmować menedżer w praktycznie nieskończonej liczbie wydarzeń, które mogą pojawić się w okresie obowiązywania kontraktu. Zazwyczaj zarządzający może odnieść się do powyższego problemu na trzy sposoby. Pryncypał może wymienić w umowie możliwie najobszerniejszą listę obowiązków menedżera, lecz zważywszy na wspomnianą nieprzewidywalność wydarzeń w przyszłości nigdy nie będzie to lista wyczerpująca. W dodatku zbyt wysoka kontrola może negatywnie oddziaływać na pracę menedżera, ograniczając jego własną inicjatywę i przedsiębiorczość. Pryncypał może przyjąć także stanowisko przeciwne do powyższego podczas konstruowania umowy z menedżerem i wyznaczyć mu jedynie najważniejsze obszary działania, pozostawiając dużą swobodę działania, lecz w takiej sytuacji pojawia się większa pokusa do nadużyć ze strony menedżerów. Wydaje się, że w praktyce najrozsądniejsze jest stosowanie strategii pośredniej pomiędzy dwoma wymienionymi powyżej⁷⁹.

Badacze zajmujący się teorią agencji poświęcają szczególną uwagę kwestii efektywności kontraktów – czy lepszy pod tym względem jest kontrakt promujący pewne zachowania menedżerów (monitoring poczynań agenta), czy też nagradzający ich za wyniki⁸⁰. Zdania na ten temat są w literaturze podzielone. Autorzy tacy jak E.F. Fama i M.C. Jensen⁸¹ optują za monitoringiem poczynań agenta, M.C. Jensen oraz W.H. Meckling⁸² opowiadają się zaś za kontraktami opartymi na wynikach. Obydwie formy pozwalają na ograniczenie oportunistycznych postaw menedżerów, lecz także generują koszty dla pryncypała takie jak: koszty monitorowania

77 *Ibidem*.

78 L. Kozioł, *Kontrakty menedżerskie w systemie nadzoru i zarządzania przedsiębiorstwem*, s. 363, <http://janek.uek.krakow.pl/~kzzo/5.2.pdf> [dostęp: 06.06.2016].

79 *Ibidem*, s. 366.

80 K.M. Eisenhardt, *Agency...*, s. 58.

81 E.F. Fama, M.C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” June 1983, Vol. XXVI, s. 4, ssrn.com [dostęp: 06.10.2016].

82 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory...*, s. 4.

menedżerów, ubezpieczeń agenta, konstrukcji i egzekwowania kontraktu, a także straty rezydualne pryncypała. Strata rezydualna wynika z niedoskonałego nadzoru nad przedsiębiorstwem. Jest ona zmniejszeniem dochodów właścicieli, wskutek nieprzestrzegania przez menedżerów zasady maksymalizacji majątku akcjonariuszy⁸³.

Sporządzenie możliwie najbardziej dokładnego i wyczerpującego kontraktu, pomiędzy pryncypałem a agentem ma być według teorii agencji sposobem ograniczania samowoli menedżerów, w ramach której mogą oni działać we własnym interesie w sytuacji, która będzie wymagała od nich wyboru – podjąć działanie, które będzie korzystne dla pryncypała, czy dla nich samych. Ewentualne działania menedżera prowadzące do odniesienia przez niego korzyści (materialnych, zawodowych itd.) kosztem właścicieli są wysoce prawdopodobne, ponieważ w ramach wspomnianego kontraktu pomiędzy umawiającymi się stronami, mają oni odmienne cele i priorytety. Celem pryncypała jest maksymalizacja wartości rynkowej kapitału zakładowego. Priorytetami dla menedżerów zazwyczaj są zaś: zwiększenie dochodów, zarówno podstawowych, jak i pobocznych, kariera zawodowa, zwiększenie posiadanego pakietu akcji w spółce, w której pracują, a także ugruntowanie w niej zadowalającej pozycji oraz zadbanie o perspektywę dalszej pracy w danym przedsiębiorstwie. Widać więc, że cele umawiających się stron są na tyle odmienne, iż mogą rodzić wśród kadry zarządzającej spółką działania niekorzystne dla akcjonariuszy, stąd ci ostatni próbują się przed nimi zabezpieczyć za pomocą możliwie wyczerpującej umowy⁸⁴.

Dostęp akcjonariuszy do informacji o spółce jest kolejnym polem badawczym dla teorii agencji. W przypadku, gdy agent przekazuje pryncypałowi błędne lub niepełne informacje, może to doprowadzić do podejmowania niekorzystnych decyzji przez pryncypała. Zjawisko to jest określane mianem „asymetrii informacji” i polega na tym, że wskutek rozdzielenia własności od zarządzania, właściciele nie mają bezpośredniego dostępu do informacji o przedsiębiorstwie, a tym samym nie mają *explicite* wpływu na jej funkcjonowanie⁸⁵. Asymetria informacji występuje pomiędzy stronami umowy, ponieważ posiadają one niejednakowy dostęp do informacji, wynikający z tego, że menedżerowie lepiej znają sytuację przedsiębiorstwa niż akcjonariusze. Istnieją dwa rodzaje asymetrii informacji: *ex ante* oraz *ex post*. Asymetria informacji *ex ante*, czyli przed zawarciem kontraktu, sprowadza się do sytuacji, w której pryncypał posiadający niepełne informacje o przedsiębiorstwie, w przypadku np. zakupu jego akcji, może częściej kupować

83 J. Gad, *Sprawozdawczość biznesowa wobec założeń teorii agencji*, „Zarządzanie i Finanse” lipiec 2013, Vol. 11, nr 2, cz. 6, s. 178–179.

84 C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 24.

85 B.M. Oviatt, *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, „The Academy of Management Review” April 1988, Vol. 13, No. 2, s. 214–215.

takie papiery wartościowe po cenie wyższej, niż rzeczywista ich wartość w danym momencie (np. w sytuacji, gdy menedżerowie wiedzą, że spółka straciła kontrahenta, a informacja ta nie wydostała się do tej pory na rynek – nie wpłynęła jeszcze na kurs akcji). W powyższym przypadku występuje „negatywna selekcja” (*adverse selection*), pojawiająca się w nadzorze korporacyjnym, w przypadku, gdy udziałowcy nie są w stanie uzyskać informacji o warunkach i okolicznościach działania menedżerów. Istnieje więc niebezpieczeństwo częstszej akceptacji takich działań menedżerów, co do których akcjonariusze nie posiadają pełnej informacji o ich przyczynach, intencji i procedurach działania. Innymi słowy, w przypadku asymetrii informacji *ex ante*, akcjonariusze akceptują działania menedżerów, co do których mogliby wnieść stanowczy sprzeciw, gdyby posiadali dostęp do wszystkich informacji⁸⁶.

W przypadku asymetrii *ex post* (po zawarciu kontraktu), partner posiadający więcej informacji o spółce (agent), może postępować w bardziej ryzykowny sposób, aby np. wykorzystywać środki przedsiębiorstwa dla własnych korzyści. Agent może np. wykorzystać środki spółki do zakupu materiałów i maszyn, które wedle jego wiedzy ze źródeł niedostępnych dla pryncypała pozwolą zwiększyć produkcję i sprzedaż produkowanych towarów przez spółkę, dzięki czemu w przypadku zakończenia sukcesem takiego przedsięwzięcia przedsiębiorstwo odnotuje dodatkowy zysk, a menedżer opłacany za wyniki premię. Nieuczciwy agent może także użyć wolnych środków w spółce do podejmowania ryzykownych operacji giełdowych na własną rękę – bez porozumienia z pryncypałem. Menedżer może się w takim przypadku ubezpieczyć przed ewentualnymi konsekwencjami finansowymi nieudanego przedsięwzięcia przeprowadzonego bez powiadamiania o tym udziałowców, lecz w razie niepowodzenia może narazić ich, jak i przedsiębiorstwo na straty. Asymetria *ex post* stwarza więc wśród menedżerów spółki „pokusę nadużycia” (*moral hazard*)⁸⁷.

J. Gad zwraca uwagę na możliwość wykorzystania sprawozdań biznesowych jako narzędzia niwelowania asymetrii informacyjnej w relacjach pomiędzy pryncypałem a agentem⁸⁸. Autor ten zauważa, że zarówno sprawozdawczość finansowa, jak i niefinansowa (biznesowa), pozwalają na zmniejszenie asymetrii informacji pomiędzy pryncypałem i agentem. Sprawozdawczość finansowa dostarcza jednak przede wszystkim informacji historycznych, na podstawie których możliwa jest ocena efektywności menedżerów w określonych przedziałach czasowych (np. na podstawie raportów rocznych spółki). Sprawozdawczość biznesowa generuje zaś głównie informacje dotyczące przyszłości, pozwalające pryncypałowi ocenić, w jakim stopniu cele menedżerów dotyczące funkcjonowania spółki w przyszłości pokrywają się z wyobrażeniami w tej kwestii, które posiada pryncypał.

86 C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 23–24.

87 *Ibidem*.

88 J. Gad, *Sprawozdawczość...*, s. 172–185.

W raporcie biznesowym (komentarzu zarządu) menedżerowie są zobowiązani do przedstawienia zasobów spółki możliwych do wykorzystania w przyszłości oraz rodzajów ryzyka, z którymi w swoich działaniach przedsiębiorstwo może się zetknąć. Elementy te pozwalają pryncypałowi na dokładniejszą ocenę skuteczności zarządzania spółką przez agenta. W grudniu 2010 roku Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (*International Accounting Standards Board*, IASB) opublikowała koncepcję komentarza zarządu⁸⁹, która może pomóc w ustandaryzowaniu tej formy sprawozdawczości, pomocnej w rozwiązywaniu problemu agenta⁹⁰. Dokument zawiera wytyczne i porady dla zarządów, mające pomóc w tworzeniu czytelniejszego i wartościowszego pod względem informacyjnym dla akcjonariuszy komentarza zarządu. Rada przyjęła, że wartościowy komentarz zarządu powinien w szczególności zwracać uwagę na informacje niezbędne do zrozumienia: charakteru działalności, celów zarządu i strategii mających pomóc w osiągnięciu tych celów, najważniejszych zasoby w posiadaniu spółki i wyzwań przed nią stojących oraz najważniejszych wskaźników, których zarząd używa do oceny skuteczności przedsięwziętych celów.

Istnieją różnice w stosunku do teorii agencji, jaki przejawiają inwestorzy instytucjonalni w zależności od systemu prawnego kraju, w którym prowadzą działalność. W systemie *common law* główny problem agencji wynika z oddzielenia korporacyjnej własności od kontroli, dyspersji własności i niskiego aktywizmu akcjonariuszy, pomimo tego, że ich prawa podlegają tu lepszej ochronie niż w systemie kontynentalnym. Inwestorzy instytucjonalni często odgrywają tu rolę akcjonariusza referencyjnego (*reference shareholder*)⁹¹, czyli *blockholdera* posiadającego wystarczającą siłę głosów, aby jego sugestie były brane pod uwagę w takich kwestiach jak strategiczne decyzje w spółce i powoływanie członków jej organów. Nawet w przypadku, gdy udział instytucji w danej spółce jest niewielki, to jednak rozproszona struktura akcjonariatu zachęca inwestorów instytucjonalnych do odgrywania aktywnej roli w spółce⁹².

89 *Management Commentary. A Framework for Presentation*, <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/Pages/Management-Commentary.aspx> [dostęp: 06.10.2016].

Opracowanie to nie posiada charakteru standardu międzynarodowego. Stanowi raczej formę dobrych praktyk.

90 J. Gad, *Sprawozdawczość...*, s. 172–185.

91 F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, *Corporate Social Responsibility and Large Shareholders: An Analysis of European Firms*, s. 2, <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-Milan/papers/Corporate%20social%20responsibility%20and%20large%20shareholders.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

92 M. Jara-Bertin, F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, *Does the Influence of Institutional Investors Depend on the Institutional Framework? An International Analysis*, s. 5, <http://economia.ucsc.cl/wp-content/uploads/2011/10/Does-the-influence-of-institutional-investors-depend-on-the-institutional-framework-An-international-analysis.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

Rola inwestorów instytucjonalnych w związku z problemem agencji w systemie *common law* może być tłumaczona za pomocą hipotezy konwergencji odsetek (*convergence-of-interest*)⁹³, która sugeruje, że wycena rynkowa spółki powinna rosnać, jeśli jej zarząd powiększa pulę udziałów w spółce, a także za pomocą hipotezy szanśca (*entrenchment*)⁹⁴, suponującej o spadku wartości akcji i tym samym zubożeniu pozostałych udziałowców w przypadku podejmowania przez zarząd prób obrony (aktywnej bądź prewencyjnej) spółki przed wrogim przejęciem⁹⁵. W państwach z systemem prawa kontynentalnego, problem agencji, z którym mają do czynienia inwestorzy instytucjonalni może być tłumaczony hipotezami zмовы (*collusion*) i podważenia (*contest*). Zmowa występuje w sytuacji niskiego udziału inwestorów instytucjonalnych w spółce, podczas której pozostali inwestorzy mogą zmówić się z dużymi akcjonariuszami, tworząc z nimi koalicję wywłaszczającą, a tym samym zmniejszyć wartość przedsiębiorstwa. Hipoteza podważenia przyjmuje, że wraz ze wzrostem akcjonariatu instytucjonalnego, osiąga on pułap, dzięki któremu inwestorzy instytucjonalni zdobywają możliwość podważenia kontroli (przeciwstawienia się działaniom) pozostałych akcjonariuszy dominujących nad spółką, a angażując się w takie działania mają szansę na poprawienie wydajności spółki portfelowej⁹⁶.

W przypadku inwestorów instytucjonalnych, podwójna konstrukcja zależności agencyjnej niesie ze sobą daleko idące konsekwencje. Instytucje nie znajdują się w relacji pryncypał – agent bezpośrednio ze spółkami portfelowymi. Inwestorzy ci są częściej agentami właścicieli kapitału, czyli swoich klientów (np. członków funduszu). Sami zaś inwestują powierzone im środki dalej w akcje spółek, zatrudniając kolejnych agentów w celu realizacji interesów właścicieli aktywów. Tego typu podwójna konstrukcja znacznie podnosi koszt agencji, ponieważ wydatki związane z obsługą procesu inwestowania, jak i kontrolą wyników muszą być ponoszone na dwóch agentów – zarówno na inwestora instytucjonalnego, jak i spółkę publiczną. Podwójna konstrukcja agencyjna podnosi także ryzyko poniesienia straty przez inwestora pierwotnego, czyli tego, który powierza swoje środki instytucji, ponieważ w procesie inwestycyjnym następuje oddalenie pierwotnego inwestora od menedżerów zarządzających spółką publiczną, gdyż ich nadzór jest sprawowany przez pośrednika – instytucję. Inwestor nie ma w praktyce możliwości kontrolowania na bieżąco, w jaki sposób pracują jego pieniądze. Wydaje się jednak, że inwestor pierwotny z reguły zgadza się na podjęcie ryzyka i przekazanie swoich środków w zarządzanie inwestorowi instytucjonalnemu, ponieważ wierzy, że ten

93 D. Morel, *Is your Management Aligned with Shareholders or Entrenched?* Fusion Investing, April 20, 2011, <http://www.fusioninvesting.com/2011/04/is-your-management-aligned-with-shareholders-or-entrenched/> [dostęp: 06.10.2016].

94 M. Jara-Bertin, *Does the influence...*, s. 4.

95 P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, New Jersey 2007, s. 172.

96 M. Jara-Bertin, *Does the Influence...*, s. 4.

ostatni posiada wyższe umiejętności i głębszą wiedzę o giełdzie i tym samym będzie w stanie efektywniej i bezpieczniej zainwestować powierzone mu środki, niż mógłby to zrobić inwestor pierwotny, często nie posiadający odpowiedniej wiedzy, umiejętności oraz czasu, aby efektywnie inwestować swój kapitał na giełdzie⁹⁷.

K. Postrach zauważa, że teoria agencji zajmuje wiodącą rolę w badaniach nad nadzorem korporacyjnym w Polsce. Zwraca jednak uwagę na to, że pomocna dla ekonomistów może okazać się także teoria stewarda (*stewardship theory*⁹⁸), oparta na modelu człowieka motywowanego potrzebą samorealizacji. Zakłada ona, że wiodącym motywem, którym kierują się menedżerowie jest czerpanie satysfakcji z dobrze wykonanej pracy. Teoria agencji może wydawać się uproszczona i w pewnych okolicznościach niewłaściwie interpretować zaistniałą w spółce sytuację. Według K. Postracha krytycy teorii agencji zauważają, że stanowi ona nierealistyczny opis ludzkich zachowań, ponieważ oportunizm nie wyczerpuje szerokiego spektrum wszystkich ludzkich zachowań. Obydwie teorie nie wykluczają się, ponieważ każda z nich odnosi się do innych sytuacji. K. Postrach uważa, że teoria stewarda nie stanowi alternatywy dla teorii agencji, lecz raczej jej uzupełnienie⁹⁹. Przyszłe badania prowadzone w ramach nadzoru korporacyjnego pozwolą zapewne na wyciągnięcie cennych wniosków i lepsze wykorzystanie w praktyce tych dwóch przeciwstawnych punktów widzenia na temat relacji agent – pryncypał.

Podsumowanie

Rozdział pierwszy zaprezentował zarys najważniejszych zagadnień związanych z teoretycznymi aspektami nadzoru korporacyjnego, w szczególności z uwzględnieniem w tym procesie inwestorów instytucjonalnych. Funkcjonowanie instytucji i prowadzony przez nie nadzór nad spółkami są w dużym stopniu zależne od systemu, który funkcjonuje w danym państwie. W modelach kontynentalnym i japońskim dużą rolę w nadzorze pełnią banki, w tym ostatnim dodatkowo powiązane ze

97 H. Sterniczuk, *Nadzór, rozwój korporacji i satysfakcja interesariuszy*, „Magazyn CEO”, kwiecień 2006, http://ceo.cxo.pl/artykuly/51529_0/Nadzor.rozwoj.korporacji.i.satysfakcja.interesariuszy.html [dostęp: 06.10.2016].

98 Za twórcę teorii stewarda uznawany jest L. Donaldson na podstawie artykułu: L. Donaldson, *The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory*, „Academy of Management Review” 1990, Vol. 15, No. 3, s. 369–381. Szerzej patrz: H. Hung, *A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards*, „Corporate Governance. An International Review” 1998, Vol. 6, No. 2, s. 105.

99 K. Postrach, *Teoria agencji a teoria stewarda w nadzorze korporacyjnym*, [w:] P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 287–295.

spółkami w szereg zależności w ramach *keiretsu*. W systemach łańskim, kontynentalnym oraz japońskim można zauważyć wysokie skupienie własności w spółkach, co może być niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych. Wydaje się, że system anglosaski zapewnia najwyższą płynność na giełdzie i gwarantuje najlepszą ochronę praw inwestorów.

Zarys zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych modeli oraz mechanizmów nadzoru korporacyjnego pozwala na wyrobienie sobie pewnego pojęcia o ich funkcjonowaniu i uchwycenie roli, jaką w ramach nich sprawują instytucje. W przypadku Polski funkcjonującej w ramach modelu kontynentalnego, rola rynku kapitałowego jako zewnętrznego mechanizmu kontroli nad korporacjami wydaje się znacznie ograniczona. W tej sytuacji dużą rolę w spółkach publicznych mogą odgrywać insiderzy jako inwestorzy dominujący.

Odpowiednie wykorzystanie w praktyce teorii agencji pozwoli inwestorom, także instytucjonalnym, zminimalizować ryzyko podejmowania przez menedżerów oportunistycznych działań przeciwko swoim pryncypałom i ograniczyć problem asymetrii informacji pomiędzy nimi. Na dalszy rozwój teorii agencji i poprawę nadzoru instytucji nad spółkami może mieć wpływ próba czerpania nowych rozwiązań z teorii stewarda oraz powszechne przyjęcie sprawozdań biznesowych jako narzędzia niwelowania asymetrii informacyjnej w relacjach pomiędzy pryncypałem a agentem.

Rozdział 2

Inwestorzy instytucjonalni jako uczestnicy rynku kapitałowego

W rozdziale drugim przedstawiono spektrum definicji inwestora instytucjonalnego i jego rodzajów na podstawie badań literaturowych. Celem jest zidentyfikowanie podmiotów utożsamianych z inwestorami instytucjonalnymi oraz kryteriów wyodrębnienia poszczególnych grup w ramach tych instytucji. Została stworzona nowa definicja inwestora instytucjonalnego na użytek niniejszej monografii. Inwestorzy zostali przedstawieni jako uczestnicy rynku kapitałowego. Pokazano ich wpływ na nadzór korporacyjny nad spółkami, poprzez działania podejmowane na tym rynku. Zidentyfikowano bariery, które mogą napotykać instytucje w sprawowaniu nadzoru nad spółkami portfelowymi.

2.1. Zdefiniowanie pojęcia inwestora instytucjonalnego

Inwestorami są wszyscy ci, którzy sprzedają i kupują papiery wartościowe¹. Istnieją dwa główne podziały inwestorów występujących na rynku kapitałowym. W pierwszym z nich wyszczególnienie inwestorów ma miejsce ze względu na cel uczestnictwa w rynku. Wyróżnia się w tym przypadku emitentów papierów wartościowych, spekulantów oraz podmioty, które traktują inwestycje w papiery wartościowe jako formę gromadzenia oszczędności. Emitenci papierów wartościowych pozyskują na rynku kapitałowym środki niezbędne do zrealizowania przedsięwziętych przez siebie inicjatyw inwestycyjnych. Spekulanci działają z zamiarem osiągnięcia zysku

1 T. Siudek, *Wybrane zagadnienia z finansów*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2006, s. 72.

kapitałowego w postaci różnic kursowych, zapewniając jednocześnie płynność obrotów na giełdzie. Przejmując na siebie ryzyko zmiany kursów, stabilizują wahania cen, a tym samym rynek. Do podmiotów traktujących inwestycje w papiery wartościowe jako formę zachowania wartości nagromadzonych oszczędności w czasie, zaliczane są gospodarstwa domowe, dla których jest to alternatywa dla lokat bankowych oraz inwestorzy instytucjonalni, których celem jest przechowywanie i gospodarowanie powierzonymi im środkami². Innymi słowy, na rynku kapitałowym występują pożyczkobiorcy, poszukujący kapitału do finansowania swojej działalności oraz pożyczkodawcy działający w celu zagospodarowania swoich wolnych środków pieniężnych, aby osiągać z tego tytułu dochody³.

Drugi podział inwestorów można przeprowadzić ze względu na sposób udziału w rynku pod względem jego systematyczności i stopnia przygotowania uczestników do działania na nim, który wyróżnia dwie grupy: inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów nieprofesjonalnych. Inwestorzy instytucjonalni systematycznie działają na rynku, dokonując operacji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych. Inwestorami nieprofesjonalnymi są gospodarstwa domowe oraz akcjonariat pracowniczy⁴.

W niniejszym rozdziale przybliżona została kwestia inwestorów instytucjonalnych jako uczestników rynku kapitałowego. Niestety aktualnie nie istnieje prawna definicja inwestora instytucjonalnego⁵. Nawet projekt „Institutional Investor Project” na Columbia University School of Law nie przyniósł rozstrzygnięcia tego problemu i ostatecznego doprecyzowania pojęcia inwestora instytucjonalnego. Stwierdzono jedynie, że wspomniany inwestor, w której „pieniądze są profesjonalnie albo instytucjonalnie zarządzane”⁶.

Pomimo tego, że nie istnieje oficjalna definicja inwestora instytucjonalnego, podejmowanych jest wiele prób jej stworzenia. K.A. Lis i H. Sterniczuk określają inwestorów instytucjonalnych jako instytucje finansowe, gromadzące środki będące własnością znacznej liczby inwestorów indywidualnych i występujące jako ich przedstawiciele⁷. A. Sławiński określa inwestorów instytucjonalnych jako instytucje dokonujące długoterminowych inwestycji na rynku kapitałowym⁸. Określani

2 *Ibidem*, s. 73.

3 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy – podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 541.

4 T. Siudek, *Wybrane...*, s. 74–75.

5 P.V. Kunz, *Swiss Corporate Governance – An Overview*, s. 118, http://web.archive.org/web/20140308021400/http://www.iwr.unibe.ch/content/e7137/e7138/e8539/e8655/099-134KUNZ_ger.pdf [dostęp: 06.10.2016].

6 T. Baums, R.M. Buxbaum, K.J. Hopt, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter & co, Berlin 1993, s. 667.

7 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór...*, s. 229.

8 A. Sławiński, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, Referat na konferencji „Współczesne problemy finansów

są oni także mianem „uniwersalnych właścicieli” (*universal owners*), ponieważ potrafią zasadniczo zdywersyfikować inwestycje w akcje i coraz częściej także w inne klasy aktywów⁹. Leksykon finansowy Financial Times definiuje inwestora instytucjonalnego jako instytucję finansową, taką jak bank, fundusz emerytalny, fundusz inwestycyjny i firmę ubezpieczeniową, która inwestuje duże sumy pieniędzy w papiery wartościowe, towary i zagraniczne waluty we własnym imieniu lub w imieniu swoich klientów¹⁰. Inwestor instytucjonalny to podmiot ekonomiczny zajmujący się zawodowo działalnością inwestycyjną¹¹.

Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK) definiuje inwestora instytucjonalnego jako inwestora, który z reguły dysponuje znacznymi aktywami i doświadczeniem w inwestowaniu¹². Lakoniczną definicję inwestora instytucjonalnego podaje polski Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych (KDPII)¹³. Punkt 2.1 Kodeksu stanowi, że normy zawarte w KDPII stosują się do podmiotów, które są jego sygnatariuszami oraz do „innych podmiotów, zajmujących się zawodowo inwestowaniem w instrumenty finansowe na rachunek własny lub na rachunek Klientów i deklarujących stosowanie norm zawartych w niniejszym Kodeksie; na jego potrzeby do podmiotów tych stosuje się pojęcie inwestorów instytucjonalnych”¹⁴.

Terminy „instytucja”, „inwestor instytucjonalny” oraz „akcjonariusz instytucjonalny” odnoszą się do profesjonalnych inwestorów, którzy działają w imieniu beneficjentów, takich jak indywidualni oszczędzający lub członkowie funduszu emerytalnego¹⁵. Inwestorzy instytucjonalni mogą być zdefiniowani jako wyspecjalizowane instytucje finansowe, które zarządzają zbiorowo oszczędnościami drobnych inwestorów, w celu osiągnięcia specyficznych celów w zakresie akceptowalnego ryzyka, maksymalizacji zwrotów z inwestycji i terminu płatności roszczeń¹⁶.

międzynarodowych Kolegium Gospodarki Światowej SGH”, 17 listopada 2006, s. 4, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawinski112006.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

9 J.P. Hawley, S.J. Kamath, A.T. Williams (eds.), *Corporate Governance Failures. The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 2011, s. 1.

10 Financial Times Lexicon, <http://lexicon.ft.com/Term?term=institutional-investor> [dostęp: 06.10.2016].

11 *Inwestor instytucjonalny*, Słownik ekonomiczny, <http://biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3915260> [dostęp: 06.10.2016].

12 <http://www.ppea.org.pl/new/slowniczek.php> [dostęp: 06.10.2016].

13 Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, 24 października 2006, Warszawa, <http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/files/kodeks.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

14 *Ibidem*, s. 2–3.

15 ICGN *Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities*, International Corporate Governance Network, London 2007, s. 5, http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/inst_share_responsibilities/2007_principles_on_institutional_shareholder_responsibilities.pdf [dostęp: 06.10.2016].

16 E.P. Davis, B. Steil, *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge 2001, s. 12.

Inwestor instytucjonalny może być kolektywnym wehikułem inwestycyjnym, który gromadzi środki finansowe klientów albo przedsiębiorstwem zarządzającym aktywami, któremu klienci powierzają środki do zarządzania¹⁷.

Inwestorzy instytucjonalni mogą być także określani mianem instytucji finansowych. Dysponują oni funduszami pieniężnymi innych podmiotów występujących na rynkach finansowych (np. gospodarstw domowych, przedsiębiorstw). Instytucje finansowe jako pośrednicy finansowi gromadzą oszczędności innych podmiotów i inwestują je w aktywa przynoszące dochód. Świadczą usługi zarówno na rzecz podmiotów dysponujących oszczędnościami, jak i dla tych, którzy poszukują kapitału na sfinansowanie swojej działalności. Należy podkreślić, że głównym zadaniem dla instytucji finansowych jest ułatwienie przepływu kapitałów od podmiotów, które posiadają wolne fundusze pieniężne do tych, które sygnalizują ich deficyt¹⁸.

Stanowiska państw i międzynarodowych organizacji gospodarczych w kwestii zakresu pojęcia inwestora instytucjonalnego są bardzo różnorodne. Prezentują one szeroki wachlarz propozycji zdefiniowania zakresu grupy tego typu inwestorów. W celu wskazania różnorodności tych stanowisk zostaną porównane dwa spośród nich, zajmujące przeciwstawne poglądy. Z jednej strony Unia Europejska, która oficjalnie nie wymienia z nazwy rodzajów tego typu inwestorów. Z drugiej zaś Stany Zjednoczone, które opracowały szeroki zbiór desygnatów pojęcia inwestora instytucjonalnego. W Zielonej Księdze, zawierającej unijne ramy nadzoru korporacyjnego znajduje się zapis „Do celów niniejszej zielonej księgi termin „inwestor instytucjonalny” jest rozumiany szeroko, tzn. jako każda instytucja, która zajmuje się profesjonalnie inwestycjami (w tym również) w imieniu klientów i beneficjentów”¹⁹.

Szeroka definicja inwestora instytucjonalnego, stosowana w Stanach Zjednoczonych, zaproponowana została w *Uniform Securities Act*²⁰. Inwestorem instytucjonalnym określono w akcie podmioty z obszernego zbioru przedsiębiorstw, instytucji i osób, działających na własny rachunek bądź w imieniu swoich klientów. Rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych jest najbardziej rozwinięty. Powstaje stąd wiele nowych trendów w klasyfikacji inwestorów instytucjonalnych. W gospodarce amerykańskiej powstają nowe formy instytucjonalnego inwestowania,

17 ICGN *Statement of Principles...*, s. 5.

18 J. Śliwa, *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź-Warszawa 2011, s. 122–127.

19 Zielona Księga, *Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Komisja Europejska, 5 kwietnia 2011 r., Bruksela, s. 13.

20 *Uniform Securities Act (Last Revised or Amended in 2005)*, <http://web.archive.org/web/20120719003919/http://www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/securities/2002final.htm> [dostęp: 06.10.2016].

czego wynikiem jest ww. akt, który podaje aktualnie najszerszą i najbardziej wyczerpującą typologię inwestorów instytucjonalnych. Należy zauważyć, że także w tym przypadku nie została ona domknięta. Dodano kategorię „inne”, aby dokument szybko się nie zdezaktualizował.

J.S. Dreyer zauważa, że należy odróżnić pojęcie inwestora instytucjonalnego od posiadacza dużego pakietu akcji, szczególnie w państwach o mniejszym rozproszeniu własności akcji, niż ma to miejsce w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii, ponieważ posiadacze skoncentrowanej własności spełniają ważną, ale odmienną rolę w nadzorze korporacyjnym niż inwestorzy instytucjonalni²¹.

Na użytek niniejszej publikacji przyjęta została następująca definicja inwestora instytucjonalnego: **inwestorem instytucjonalnym jest profesjonalna instytucja gromadząca i inwestująca środki powierzone jej przez dużą grupę klientów, będących najczęściej inwestorami indywidualnymi. Aktywa w formie udziałów, depozytów, składek ubezpieczeniowych, zakupu rent są instytucjonalnie inwestowane przeważnie w ramach strategii długookresowej.**

Powyżej przytoczono definicje inwestora instytucjonalnego zaproponowane przez wybranych badaczy. W kolejnym punkcie przedstawiono przekrój podmiotów, które są desygnatami pojęcia inwestora instytucjonalnego. Zestawiono ze sobą wybrane typologie inwestorów instytucjonalnych i podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, z czego wynikają różnice w typologiach instytucji zaproponowanych przez poszczególnych badaczy.

2.2. Typologie inwestorów instytucjonalnych

W poprzednim podrozdziale zaprezentowano wybrane definicje inwestorów instytucjonalnych, traktowanych jako grupa instytucji. W tabeli 2 ukazano przekrój podmiotów, które są desygnatami pojęcia inwestora instytucjonalnego.

21 Występują duże różnice pomiędzy państwami w kwestii rozproszenia własności akcji. W Chile najwięksi akcjonariusze kontrolują średnio 40% akcji największych firm. W Niemczech udział ten wynosi 22%, w Japonii – 7%, natomiast w Stanach Zjednoczonych największy udziałowiec posiada często jedynie ok. 5% praw głosu. J.S. Dreyer, *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynkocentrycznym*, [w:] K.A. Lis, H. Sterniczuk (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 229.

Tabela 2. Typologie inwestorów instytucjonalnych

Autorzy typologii inwestorów instytucjonalnych	Rodzaje inwestorów instytucjonalnych									
	Fundusze inwestycyjne	Fundusze emerytalne	Towarzystwa ubezpieczeniowe	Banki	Fundacje	Skarb Państwa	Jednostki samorządowe	Przedsiębiorstwa zarządzające aktywami (asset management)	Domy i biura maklerskie	Inne
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
K.A. Lis i H. Sterniczuk ¹	x	x ²	x	x ³	-	-	-	-	-	-
J. Jeżak ⁴	x ⁵	x	x	x	-	-	-	-	-	x ⁶
M. Bojańczyk ⁷	x ⁸	x	x	x	-	-	-	-	-	-
A. Bielecki ⁹	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
E.P. Davis i B. Steil ¹⁰	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
A. Sławiński ¹¹	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
T. Lülje, L. Menkhoff ¹²	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
T. Siudek ¹³	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-
J. C. Dreye ¹⁴	x	x	x	x ¹⁵	-	-	-	-	-	-
K. Zabielski ¹⁶	x ¹⁷	x	x	x ¹⁸	-	x	-	-	x	x ¹⁹
D. Dziawgo ²⁰	x ²¹	x	x	x	-	-	x	x	x	x ²²
W. Dębski ²³	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-
S. Gillan, L.T. Starks ²⁴	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-
J. Solomon ²⁵	x ²⁶	x	x	-	-	-	-	-	-	-
E. Fox ²⁷	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-
F.J. Fabozzi ²⁸	x	x	x ²⁹	x ³⁰	x	-	x ³¹	-	-	x ³²
R.H. Carlsson ³³	x ³⁴	x	x	-	-	-	-	-	-	-
J.P. Hawley, S.J. Kamath, A.T. Williams ³⁵	x	x	-	x	-	-	-	-	-	-
R. Maurer ³⁶	x	-	x	-	-	-	-	-	-	-
O. Marnet ³⁷	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-
R.M. Barker ³⁸	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
M. Noel, Z. Kantur, S. Rutledge, Y. Krasnov ³⁹	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
T. Golding ⁴⁰	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
D. Allen ⁴¹	x	x	x	x	x	-	-	-	x	-
A.R. Palmiter ⁴²	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-
L. Versteegen Ryan, M. Schneider ⁴³	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-
M. Aluchna ⁴⁴	x	x	x	x	-	-	-	-	-	x ⁴⁵
J. Śliwa ⁴⁶	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-
Ch. Jeszeck ⁴⁷	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-
F. Dhanji, B. Milanović ⁴⁸	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-
D. Vittas ⁴⁹	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
A. Fleming, L. Bokros, C. Votava ⁵⁰	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
OECD ⁵¹	x	x	x	-	x	-	-	-	-	x ⁵²
Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych ⁵³	x	x	x	-	x	-	-	-	-	-
Institutional Investor Committee ⁵⁴	x	x	x	-	-	-	-	-	-	x ⁵⁵
Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy ⁵⁶	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-
International Corporate Governance Network ⁵⁷	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-

Gdzie:

1. K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Wydawnictwo Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
2. Fundusze emerytalne publiczne i prywatne.
3. Banki komercyjne i inwestycyjne.
4. J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 83.
5. Fundusze inwestycyjne, w tym fundusze *private equity* i *venture capital*.
6. Grupy kapitałowe.
7. M. Bojańczyk, *Managers and Owners on the Capital Market. Crisis In Company Management*. Wydawnictwo Warsaw School of Economics, Warsaw 2010, s. 127.
8. Otwarte oraz zamknięte.
9. A. Bielecki, *Rola inwestorów instytucjonalnych w monitorowaniu spółek*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 282.
10. E.P. Davis, B. Steil, *Institutional...*, s. 14.
11. A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 21;
A. Sławiński, *Rola inwestorów...*, s. 4.
12. T. Lülje, L. Menkhoff, *Risk Management, Rational Herding and Institutional Investors: A Macro View*, „Leibniz Universität Discussion Paper” 2003, No. 285, s. 2.

13. T. Siudek, *Wybrane...*, s. 74.
14. J.S. Dreyer, *Aktywizm...*, s. 229.
15. Banki komercyjne i inwestycyjne.
16. K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 208.
17. Fundusze zbiorowego inwestowania oraz fundusze typu *venture capital*.
18. Banki komercyjne i inwestycyjne.
19. Przedsiębiorstwa.
20. D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 42.
21. W tym: fundusze hedgingowe, fundusze *private equity / venture capital, sovereign wealth funds*.
22. Podmioty gospodarcze posiadające wolne środki finansowe.
23. W. Dębski, *Rynek...*, s. 542.
24. S. Gillan, L.T. Starks, *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*, „Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper” 2003, No. 2003-01, August.
25. J. Solomon, *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Chichester 2007, s. 109.
26. *Unit trusts i investment trusts*.
27. E. Fox, *Introduction To Institutional Investing*, Investopedia, 1 August 2011, <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/introduction-institutional-investing.asp#axzz1pJqH0ZYm> [dostęp: 06.10.2016]
28. F.J. Fabozzi, *Institutional Investment Management: Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2009, s. 2.
29. Towarzystwa ubezpieczeń na życie, towarzystwa ubezpieczeń mienia i ubezpieczeń wypadkowych oraz towarzystwa ubezpieczeń zdrowotnych.
30. Instytucje depozytowe (banki komercyjne, stowarzyszenia oszczędnościowo-pożyczkowe (*savings and loan associations*) oraz unie kredytowe (*credit unions*).
31. *Municipal government*.
32. Departamenty skarbu korporacji (*treasury department of corporations*) i agencje rządowe.
33. R.H. Carlsson, *Strategic Corporate Governance in the New Economy*, John Wiley & Sons, LTD, Chichester 2001, s. 3.
34. *Mutual trusts*.
35. J.P. Hawley, S.J. Kamath, A.T. Williams (eds.), *Corporate...*, s. 1.
36. R. Maurer, *Institutional Investors in Germany: Insurance Companies and Investment Funds*, Center for Financial Studies an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main, „CFS Working Paper” 5 June 2003, No. 2003/14, s. 2.
37. O. Marnet, *Behaviour and Rationality in Corporate Governance*, Routledge, New York 2008, s. 24.
38. R.M. Barker, *Corporate Governance, Competition, and Political Parties: Explaining Corporate Governance Change in Europe*, Oxford University Press, Oxford 2010, s. 38.
39. M. Noel i inni, *Development of Capital Markets and Institutional Investors in Russia: Recent Achievements and Policy Challenges Ahead*, Wydawnictwo Banku Światowego, Washington 2006, s. 32.
40. T. Golding, *The City: Inside the Great Expectation Machine*, Pearson Education Limited, London 2003, s. 3.
41. D. Allen, *Fundamentals of Investor Relations*, [w:] B.M. Cole (ed.), *The New Investor Relations Expert Perspectives on the State of the Art*, Bloomberg Press, Princeton 2004, s. 15.
42. A.R. Palmiter, *Staying Public: Institutional Investors in U.S. Capital Markets*, „Brooklyn Journal of International Law” 2009, Vol. 3, s. 245–288.
43. L.V. Ryan, M. Schneider, *Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories*, „Sage Journals, Business Society” December 2003, Vol. 42, No. 4, s. 398–429.

44. M. Aluchna, *Struktura własności a nadzór korporacyjny*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Kad korporacyjny*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 73.
45. Przedsiębiorstwa.
46. J. Śliwa, *Podstawy...*, s. 122–127.
47. Ch. Jeszeck, *401 (K) Plans: Certain Investment Options and Practices That May Restrict Withdrawals Not Widely Understood*, United States Government Accountability Office, Washington 2011, s. 7.
48. F. Dhanji, B. Milanović, *Privatization in Eastern and Central Europe: Objectives, Constraints, and Models of Divestiture*, Wydawnictwo Banku Światowego, Washington 1991, s. 22.
49. D. Vittas, *Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?*, Wydawnictwo Banku Światowego, artykuł z konferencji ABCD LAC 28–30 czerwca 1998 roku w San Salvador, s. 1.
50. A. Fleming, L. Bokros, C. Votava (eds.), *Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges of the New Decade*, Wydawnictwo Banku Światowego, Washington 2001, s. 119–121.
51. *Institutional Investors. Statistical Yearbook 1992–2001*, OECD, Paris 2003, s. 304.
52. Między innymi: nieemerytalne fundusze inwestycyjne zarządzane przez banki oraz *private investment partnership*.
53. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK), <http://www.ppea.org.pl/new/slowniczek.php> [dostęp: 06.10.2016].
54. Institutional Shareholders Committee 18 maja 2011 zmienił nazwę na Institutional Investor Committee.
- Code on the Responsibilities of Institutional Investors, The Institutional Shareholders' Committee, 2009, s. 1, <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCode161109.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
55. Inne wehikuły inwestycyjne oraz przedstawiciele wyznaczonych do działania w ich imieniu.
56. *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Wydawnictwo Banku Światowego, Washington 2001, s. 209.
57. ICGN *Statement of Principles...*, s. 5.
- Źródło:** opracowanie własne.

Z tabeli 2 można wywnioskować, że podmiotami najczęściej wymienianymi w literaturze jako inwestorzy instytucjonalni są fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz firmy ubezpieczeniowe²². Sytuacja taka ma miejsce, ponieważ te trzy rodzaje inwestorów obracają największymi aktywami spośród wszystkich form instytucjonalnego oszczędzania²³.

Banki są wymieniane jako inwestorzy instytucjonalni rzadziej. Sytuacja ta wynika z tego, że ich akcjonariat w spółkach publicznych jest częstokroć mniejszy niż w przypadku wcześniej wymienionych podmiotów, ponieważ traktują inwestycje w papiery wartościowe jako działalność poboczną²⁴.

Warto zwrócić uwagę na dosyć częste wymienianie fundacji jako jednego z rodzajów inwestorów instytucjonalnych. Pomimo tego, że podmioty te zarządzają środkami nieporównywalnie mniejszymi niż wymienione wcześniej fundusze emerytalne, inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe i banki, to jednak mogą

22 Szerzej patrz: T. Lülje, L. Menkhoff, *Risk...*, s. 2.

23 E. Gonnard, E.J. Kim, I. Ynesta, *Recent Trends in Institutional Investors Statistics*, Wydawnictwo OECD, 2008, s. 7.

24 L.V. Ryan, M. Schneider, *Institutional...*, s. 398–429.

być uznawane za pełnoprawnych inwestorów instytucjonalnych, profesjonalnie i instytucjonalnie zarządzając majątkiem powierzonym im przez darczyńców.

Przedsiębiorstwa zarządzające aktywami oraz biura i domy maklerskie jako przykłady inwestorów instytucjonalnych są wymieniane w literaturze zdecydowanie rzadziej, choć także należą do opisywanej grupy inwestorów. Wynika to zapewne z racji tego, że każdy z inwestorów instytucjonalnych w ramach swojej działalności zajmuje się zarządzaniem aktywami, więc ten rodzaj prowadzenia działalności gospodarczej nie jest oddzielnie wymieniany. Wiele rodzajów instytucji może zarówno być inwestorami instytucjonalnymi na giełdzie, jak i oferować usługi zarządzania aktywami innym inwestorom instytucjonalnym oraz indywidualnym (np. banki, fundusze inwestycyjne). Przedsiębiorstwa zajmujące się zarządzaniem aktywami w ramach swojej podstawowej działalności częstokroć są domami i biurami maklerskimi.

Do grona instytucji część autorów zalicza Skarb Państwa oraz jednostki samorządowe. Wydaje się jednak, że sposób, w jaki te podmioty inwestują i zarządzają powierzonymi im środkami odbiega od sposobu praktykowanego przez pozostałe rodzaje inwestorów instytucjonalnych. Inwestowane kwoty nie pochodzą w tym przypadku z dobrowolnych składek lub wkładów, lecz głównie z podatków i opłat, a ich właściciel nie jest sprecyzowany. Innymi słowy właścicielem inwestowanych wkładów jest całe społeczeństwo lub mieszkańcy danej jednostki terytorialnej, nie zaś poszczególni podatnicy. Podobnie wypracowane zyski nie trafiają, jak w przypadku pozostałych inwestorów instytucjonalnych, do konkretnych osób lub podmiotów, które dokonały inwestycji lub wpłaciły składki, lecz wracają do organów administracji państwowej, które reinwestują uzyskane zyski lub wydają je na wybrane cele, co do wyboru których nie ma wpływu pierwotny posiadacz inwestowanych środków – podatnik.

Zasadniczą przyczyną rozbieżności w przytaczanych w literaturze typologiach inwestorów instytucjonalnych jest to, że autorzy często nie podają, który kraj lub system nadzoru korporacyjnego opisują. Gdy chcą określać rodzaje instytucji ogólnie, zawężają tę grupę do funduszy emerytalnych, inwestycyjnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych, co wydaje się błędne, ponieważ nie oddaje całego spektrum rodzajów inwestorów instytucjonalnych. W ramach każdej kategorii inwestorów instytucjonalnych istnieją bardzo duże różnice. Każdy inwestor instytucjonalny w ramach danego typu jest unikalny w tym sensie, że posiada swoją osobliwą specyfikę i cele, które mogą być trudne do zidentyfikowania²⁵. Przykładem mogą być fundusze inwestycyjne, które są w swojej kategorii bardzo zróżnicowane odnośnie do obszaru działalności, portfela aktywów, klientów itd.

Różnice w rodzajach inwestorów instytucjonalnych wymienianych przez poszczególnych autorów wynikają także z niejednorodności w strukturze rynków

25 M.C. Scott, *Achieving Fair Value: How Companies Can Better Manage Their Relationships with Investors*, Wydawnictwo John Wiley & Sons, Ltd., Chichester 2005, s. 66.

finansowych w państwach, których dotyczą poszczególne publikacje. Najważniejszymi inwestorami instytucjonalnymi w Niemczech, mającymi znaczny wpływ na tamtejszy sektor finansowy są firmy ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne²⁶. W Wielkiej Brytanii najbardziej popularnymi formami inwestorów instytucjonalnych są fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne²⁷. Główne typy inwestorów instytucjonalnych w Stanach Zjednoczonych przedstawia F.J. Fabozzi²⁸. W Rosji zaś M. Noel, Z. Kantur, S. Rutledge, Y. Krasnov²⁹, natomiast w Polsce M. Aluchna³⁰ i J. Jeżak³¹.

Należy podkreślić, że stworzenie ogólnej typologii inwestorów instytucjonalnych jest trudne, ponieważ praktycznie każde państwo posiada unikalny przekrój działających na jego rynku inwestorów instytucjonalnych, zarówno pod względem ich typów, jak i stopnia ich udziału w rynku. Dodatkowo różnice przebiegają na linii podziału systemów nadzoru korporacyjnego występujących w poszczególnych państwach – bankocentrycznego i rynekocentrycznego. System bankocentryczny (europejski), charakterystyczny m.in. dla Niemiec i Polski cechuje się tym, że banki komercyjne i w mniejszym stopniu towarzystwa ubezpieczeniowe posiadają duże pakiety akcji spółek publicznych. Inwestorzy ci monitorują, a niejednokrotnie kontrolują zarządzanie nimi. W systemie rynekocentrycznym (anglosaskim), charakterystycznym np. dla Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych, kierownictwo spółek ma większą autonomię, natomiast własność akcji podlega znacznemu rozproszeniu³². Należy podkreślić, że w zależności od tego, który z powyższych systemów nadzoru występuje w danym kraju, będzie on wpływał na istniejącą w nim strukturę inwestorów instytucjonalnych, przybliżając ją w pewnym stopniu do swojego modelu.

Większość autorów, których przykłady zostały podane w tabeli 2, w swoich pracach ograniczało się jedynie do wymienienia podmiotów, które zaliczyli w poczet inwestorów instytucjonalnych i ewentualnie w kilku zdaniach opisywało, czym charakteryzują się te instytucje jako grupa. Znacznie mniejsza liczba badaczy zdobyła się na poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, z czego wynikają podziały wśród inwestorów instytucjonalnych na poszczególne typy i jakie kryteria są pomocne w przyporządkowywaniu konkretnych podmiotów do poszczególnych rodzajów takich instytucji. W kolejnym podrozdziale poruszono zagadnienie prób klasyfikowania inwestorów instytucjonalnych pod względem posiadania przez nie pewnych cech lub podatności na wybrane czynniki, dzięki czemu można wprowadzić pewien porządek i uszeregowanie w grupie tych podmiotów gospodarczych.

26 R. Maurer, *Institutional...*, s. 2.

27 J. Solomon, *Corporate...*, s. 109.

28 F.J. Fabozzi, *Institutional...*, s. 2.

29 M. Noel i inni, *Development...*, s. 32.

30 M. Aluchna, *Struktura...*, s. 73.

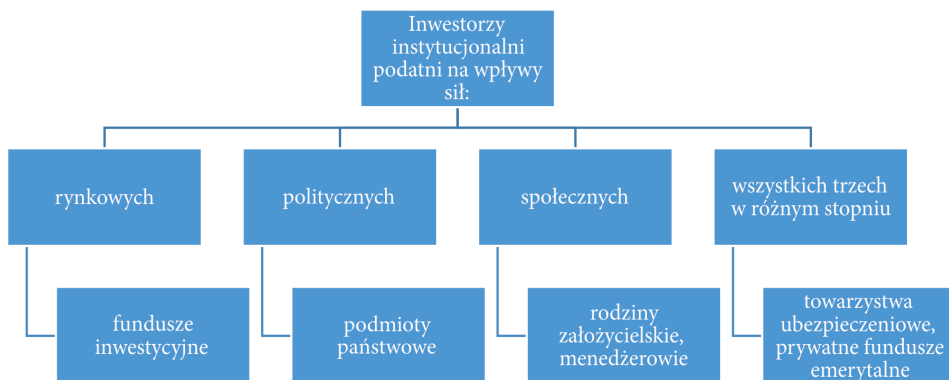
31 J. Jeżak, *Ład...*, s. 83.

32 J.S. Dreyer, *Aktywizm...*, s. 226.

2.3. Klasyfikacje inwestorów instytucjonalnych

W niniejszym podrozdziale przedstawiono wybrane, zaproponowane w literaturze zasady klasyfikacji inwestorów instytucjonalnych, czyli zestaw cech bądź warunków, jakie musi spełniać dany podmiot, aby według cytowanych badaczy mógł być określany mianem inwestora instytucjonalnego. Poniżej zaprezentowane zostaną propozycje klasyfikacji instytucji wysunięte przez takich autorów jak: K.A.D. Camara, Li Jin, D. Allen oraz R. Martin, P.D. Casson i T.M. Nisar.

K.A.D. Camara³³ proponuje klasyfikację inwestorów instytucjonalnych z punktu widzenia sił, które oddziałują na tego typu inwestorów. Motywują one i wpływają na zachowanie instytucji oraz ich menedżerów. Autor dzieli inwestorów instytucjonalnych na grupy podmiotów podatne na wpływy sił: rynkowych (pieniądze), politycznych (interes publiczny, polityczne ideały), społecznych (filantropia) oraz inwestorów wielostronnych. Istnieją czynniki ograniczające wpływ tych sił na inwestorów. W skład mechanizmu izolującego przed siłami rynkowymi wchodzi bogactwo. Podmiot jest w małym stopniu podatny na ich wpływy, ponieważ już posiada znaczny majątek. Władza izoluje od sił politycznych. Podmiot, który może rozkazywać, nie musi prosić. Wreszcie przymus izoluje od sił społecznych. Podział inwestorów instytucjonalnych według K.A.D. Camara został przedstawiony na rysunku 2.



Rysunek 2. Inwestorzy instytucjonalni jako podmioty podatne na wpływy wyszczególnionych sił

Źródło: opracowanie własne.

Do grupy inwestorów instytucjonalnych podatnych na wpływ sił rynkowych (*market-driven*) należą według Camara: fundusze hedgingowe, inwestycyjne fundusze wzajemne oraz fundusze *venture capital*. Są to inwestorzy, których motywacją do działania jest głównie korzyść finansowa. Rywalizacja o kapitał popycha ich w kierunku maksymalizacji stopy zwrotu, jaką oferują swoim klientom.

33 K.A.D. Camara, *Classifying Institutional Investors*, „Social Science Research Network” August 2004, ssrn.com [dostęp: 06.10.2016].

Inwestorzy podatni na wpływ sił politycznych (*politically-driven*) to podmioty państwowe, publiczne fundusze emerytalne oraz akcjonariusze posiadający pewne zamierzenia w stosunku do spółki, które mają zamiar zrealizować poprzez wpływ na akcjonariuszy w znaczeniu politycznym (*shareholder with a cause*)³⁴. Ta grupa inwestorów instytucjonalnych jest motywowana do działania poprzez potrzebę otrzymywania poparcia i zgody dla swoich poczynań ze strony innych podmiotów (np. akcjonariuszy, wyborców, społeczności lokalnej). W praktyce częściej dla inwestora instytucjonalnego będącego pod wpływem sił politycznych ważniejsze okazuje się wypełnianie pewnych celów politycznych niż maksymalizacja wartości dla akcjonariusza.

Inwestorzy podatni na wpływ sił społecznych (*socially-driven*) to dżentelmeni interesów (*the gentleman of affairs*), rodziny założycielskie (*founding families*), plutokraci, zamożni menedżerowie oraz technokraci. Inwestorzy ci generalnie nie działają dla zysku lub korzyści politycznych, ale kierują się swoimi wewnętrznymi kodeksami postępowania (w ich mniemaniu działają w celu naprawy świata).

Inwestorzy wielostronni (*multilateral investors*) posiadają zróżnicowane relacje finansowe ze spółką, w której są akcjonariuszami. Przykładowo inwestorem tego typu może być ubezpieczyciel, który jest akcjonariuszem danej spółki, a jednocześnie świadczy jej usługi ubezpieczeniowe. Problem ten jest zazwyczaj rozwiązywany poprzez rozdzielenie głosów inwestora wielostronnego związanych z każdą z jego relacji finansowych. Podmiot taki musi zapewnić, że prawa korporacyjne związane z każdą z finansowych relacji będą użyte do maksymalizowania wartości tej relacji, a nie do powiększania praw związanych z innymi relacjami (np. ubezpieczyciel nie powinien wykorzystywać świadczenia usług ubezpieczeniowych spółce jako pretekstu do zdobycia większych uprawnień wynikających z posiadania jej akcji; podobnie w przypadku udzielenia kredytu spółce przez bank). Kompromis w przypadku podziału głosów następuje tu pomiędzy korzyściami skali a konfliktem interesów. Do tej grupy inwestorów Camara zalicza towarzystwa ubezpieczeniowe, prywatne fundusze emerytalne oraz Bankowe Departamenty Powiernicze (*Bank Trust Departments*).

Li Jin³⁵ dzieli inwestorów instytucjonalnych pod względem wrażliwości ich klientów na podatek od dochodów kapitałowych. Klienci ci są dzieleni na zwolnionych z podatku (*tax-exempt*) i wrażliwych na podatek (*tax-sensitive*), czyli tych którzy płacą ten podatek i w swoich działaniach muszą brać pod uwagę jego wpływ na przewidywany poziom zwrotu z inwestycji i podejmowane strategie

34 Inwestorzy typu *shareholder with a cause* działają w celu przeprowadzenia społecznie zorientowanych kampanii wśród akcjonariuszy, choć wiele z tych działań, jak np. popieranie wyboru mniejszościowych dyrektorów (*minority director*) nie mają większego wpływu na funkcjonowanie spółki. K.A.D. Camara, *Classifying...*, s. 235–236.

35 L. Jin, *Capital Gain Tax Overhang and Price Pressure*, „AFA 2005 Philadelphia Meetings” 2 June 2004, ssrn.com [dostęp: 06.10.2016].

inwestycyjne³⁶. Autor ten zauważył, że podatek od dochodów może być dużym obciążeniem dla podmiotów sprzedających akcje, czasami większym niż konwencjonalne koszty transakcyjne. Klasyfikacje inwestorów instytucjonalnych według Li Jin zostały przedstawione na rysunku 3.



Rysunek 3. Rodzaje inwestorów instytucjonalnych wyróżnione przez Li Jin

Źródło: opracowanie własne.

Li Jin wyróżnił w swojej klasyfikacji pięć typów inwestorów instytucjonalnych:

- Bankowe Departamenty Powiernicze (*Bank Trust Departments*), których klienci mogą być wrażliwi na podatek lub zwolnieni z niego.
- Towarzystwa ubezpieczeniowe, których klienci są generalnie wrażliwi na podatek, ale mogą mieć także rachunki dla swoich klientów zwolnione z podatku.
- Przedsiębiorstwa inwestycyjne (tj. otwarte lub zamknięte inwestycyjne fundusze wzajemne (*mutual funds*), których klienci mogą być wrażliwi na podatek lub zwolnieni z niego.
- Niezależni doradcy inwestycyjni, których klienci mogą być wrażliwi na podatek lub zwolnieni z niego.
- „Inni”, czyli: fundacje, fundusze zasobowe (np. *university endowments*), wewnętrznie zarządzane prywatne i publiczne fundusze emerytalne. Klienci tych podmiotów (np. fundusze emerytalne), jak i one same (np. fundacje) są często zwolnione z podatków.

Z kolei D. Allen³⁷ wprowadził podział inwestorów instytucjonalnych na szerokie trzy kategorie klasyfikowane pod względem stylu inwestowania, które zostały przedstawione na rysunku 4.

36 Na przykład w Stanach Zjednoczonych podatek od dochodów kapitałowych jest niższy w przypadku aktywów przetrzymywanych powyżej jednego roku. W.J. Lynott, *Investors Need to Know Strategies to Minimize the Taxes on Their Portfolio*, „Water Well Journal”, 1 June 2011, <http://web.archive.org/web/20120218101148/>, <http://waterwelljournal.org/2011/06/tax-sensitive-investing/> [dostęp: 06.10.2016].

37 D. Allen, *Fundamentals...*, s. 15–16.



Rysunek 4. Klasyfikacja inwestorów instytucjonalnych dokonana przez D. Allena

Źródło: opracowanie własne.

D. Allen nie przyporządkował jednak do poszczególnych kategorii konkretnych rodzajów inwestorów. Autor ten scharakteryzował przedstawione na rysunku 4 poszczególne kategorie inwestorów instytucjonalnych w następujący sposób:

- Inwestorzy nastawieni na wzrost inwestują w spółki nowe, nieodkryte przez szerszą grupę inwestorów lub takie, które znalazły się na krawędzi upadku, ale jest możliwość przeprowadzenia w nich restrukturyzacji. Przykładem mogą być tu fundusze typu *private equity* / *venture capital*, które inwestują w spółki nieodkryte bądź niedocenione przez rynek albo zagrożone upadkiem, lecz posiadające potencjał rozwojowy i niosące nadzieję na wysoki zwrot z inwestycji przy prawidłowym zarządzaniu nimi.
- Spekulanci (*momentum investors*) poszukują akcji, których kurs wzrasta. Nie są zainteresowani poczynaniami spółki, w którą inwestują. Są jedynie zainteresowani wzrostem cen akcji. W przypadku, gdy kurs akcji zaczyna spadać, sprzedają akcje i wychodzą ze spółki. Jako przykład tego typu inwestora może posłużyć fundusz inwestycyjny wysokiego ryzyka, nastawiony na wysoki zwrot z inwestycji, stosujący krótkoterminową strategię inwestycyjną.
- Inwestorzy nastawieni na wartość kompletują swój portfel spośród „solidnych” spółek, działających w branżach, w których oczekuje się stałego wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Inwestorzy tego typu preferują spółki, których wartość wzrasta stabilnie w długim okresie. Przykładowym inwestorem tego typu może być fundusz emerytalny, który bardziej od ponadprzeciętnych zysków, obarczonych jednocześnie wysokim ryzykiem, preferuje stabilny wzrost wartości spółki w długim okresie.

R. Martin, P.D. Casson oraz T.M. Nisar³⁸ przyznają, że inwestorzy instytucjonalni nie są jednolitą grupą. Szeroką gamę wspomnianych inwestorów dzieli według kryterium zakresu regulacji prawnych obowiązujących inwestora

³⁸ R. Martin, P.D. Casson, T.M. Nisar, *Investor Engagement: Investors and Management Practice under Shareholder Value*, Oxford University Press, Oxford 2007, s. 38–39.

instytucjonalnego. Istnieje duża różnorodność w zakresie skali regulacji prawnych, którym podlegają poszczególne rodzaje inwestorów. Autorzy dzielą inwestorów na podlegających regulacjom (fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, część funduszy inwestycyjnych (*open-ended investment companies*, *unit trusts*, oraz *mutual funds* w Stanach Zjednoczonych i *investment trusts* w Wielkiej Brytanii) oraz tych, których działalność w dużej mierze pozostaje nieuregulowana, takich jak fundusze hedgingowe oraz fundusze *private equity*.

Przy tworzeniu szczegółowej klasyfikacji inwestorów instytucjonalnych R. Martin, P. D. Casson i T.M. Nisar proponują przeanalizować odpowiedzi na następujące pytania:

- Czy dana instytucja jest inwestorem portfelowym czy akcjonariuszem sprawującym kontrolę?
- Czy inwestycje mają miejsce w ramach zdywersyfikowanego portfela spółek, czy inwestor koncentruje udziały w niewielkiej liczbie wybranych przedsiębiorstw?
- Czy inwestycje mają krótkie, czy długie horyzonty czasowe?
- Czy docelowy zwrot z inwestycji jest definiowany w wartościach bezwzględnych, takich jak wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji, czy w wartościach względnych, takich jak indeks giełdowy?
- Wreszcie zaś sposób, w jaki określane są bonifikaty dla zarządzających aktywami inwestorów instytucjonalnych (proces zarządzania aktywami instytucji może być przeprowadzany przez nią samą lub przekazany zewnętrznemu przedsiębiorstwu specjalizującemu się w zarządzaniu aktywami).

Przedstawione klasyfikacje oraz metody wyodrębniania inwestorów instytucjonalnych są bardzo zróżnicowane, co wynika z niejednoznaczności terminu „inwestor instytucjonalny”. To sprawia, że zróżnicowane grupy podmiotów mogą być określone tym mianem w zależności od indywidualnego podejścia badacza i wyboru najistotniejszych według niego kryteriów, za pomocą których istnieje możliwość wyznaczenia i uporządkowania podmiotów przynależnych do szerokiego zbioru inwestorów instytucjonalnych.

We wcześniejszym fragmencie niniejszego rozdziału wyjaśniono, czym są inwestorzy instytucjonalni jako grupa, które podmioty wchodzi w jej skład oraz według jakich kryteriów podmioty te można wyodrębnić. Jakże zaś cechy charakterystyczne posiadają inwestorzy instytucjonalni? R. Monks wymienia najważniejsze z nich³⁹:

- zorientowani na długoterminowe inwestycje,
- inwestują w różne spółki we wszystkich gałęziach,
- poddani regułom wynikającym z przepisów prawa,
- związani ze społeczeństwem, ponieważ obywatele są ich beneficjentami,

39 R. Monks, *What Will be the Impact of Active Shareholders: A Practical Recipe for Constructive Change*, „Long Range Planning” January 1999, No. 32.

- są określane jako inwestorzy globalni, gdyż przejawiają podobne wymagania odnośnie do wyników finansowych spółek i zasad sprawozdawczości finansowej we wszystkich krajach.

Niektóre ogólne cechy są wspólne dla wszystkich inwestorów instytucjonalnych. Z makroekonomicznego punktu widzenia, instytucje te dostarczają dużą wartość funduszy dla rynku kapitałowego, które są wykorzystywane zarówno przez państwo, jak i przedsiębiorstwa. Z perspektywy mikroekonomicznej, inwestorzy instytucjonalni dostarczają gospodarstwu domowemu możliwości podziału ryzyka⁴⁰ związanego z inwestowaniem i łączenie funduszy⁴¹ na ten cel przeznaczonych, w sposób umożliwiający tym gospodarstwu osiągnięcie optymalnego kompromisu pomiędzy ryzykiem a zyskiem, niż jest to zwyczajowo możliwe w przypadku bezpośredniego udziału w procesie inwestycyjnym danego gospodarstwa domowego jako inwestora indywidualnego. Łączenie funduszy powierzonych inwestorom instytucjonalnym przez drobnych inwestorów indywidualnych, pozwala instytucjom na przeprowadzanie transakcji o wysokich wolumenach. Czynność ta umożliwiła inwestorom instytucjonalnym inwestowanie w niepodzielne inwestycje o dużej skali, takie jak np. nieruchomości bądź spółki, dzięki czemu uzyskują korzyści skali w postaci m.in. niższych kosztów prowizji i opłat doradczych. Łączenie funduszy pozwala także na relatywne ograniczenie kosztów profesjonalnego zarządzania aktywami⁴².

Akcjonariusz instytucjonalny może być wehikułem kolektywnego inwestowania, który gospodaruje wspólnym kapitałem oszczędnościowym lub przekazuje go przedsiębiorstwom zarządzającym aktywami (*asset management*). Cechą charakterystyczną inwestorów instytucjonalnych jest profesjonalizm oraz duże doświadczenie w lokowaniu powierzonych im środków kapitałowych. W rozwiniętych gospodarkach rynkowych większość środków kapitałowych jest inwestowana za pośrednictwem inwestorów instytucjonalnych⁴³. W przypadku instytucjonalnych inwestycji występuje oddzielenie ostatecznego beneficjenta, dla którego inwestycje są prowadzone i który posiada interes ekonomiczny, od agenta, działającego w imieniu klienta⁴⁴.

40 *Pooling of risk* – łączenie ryzyka, którego ciężar jest podejmowany przez grupę podmiotów w celu jego podziału pomiędzy nie. W przypadku *pooling of risk*, składka ubezpieczeniowa jest wpłacana przez wiele osób lub podmiotów stojących wobec podobnego ryzyka do funduszu rekompensacyjnego, który jest uruchamiany w przypadku zaistnienia nieprzewidzianych wydatków jego członków.

41 *Pooling of funds* – łączenie funduszy poszczególnych podmiotów w celu przeprowadzenia danej inwestycji, dzięki czemu wzrastają korzyści skali.

42 R. Maurer, *Institutional...*, s. 2.

43 Na początku XXI w. 80% udziału w obrotach na światowych giełdach należało do inwestorów instytucjonalnych, a 20% do inwestorów indywidualnych. W. Dębski, *Rynek...*, s. 542.

44 ICGN *Statement of Principles...*, s. 4.

Inwestorzy instytucjonalni posiadają udziały w wielu spółkach, lecz nie w tym celu, aby prowadzić poprzez nie działalność gospodarczą, ale w ramach zarządzania środkami finansowymi, powierzonymi inwestorowi instytucjonalnemu przez drobnych inwestorów, reinwestować je m.in. w udziały w spółkach⁴⁵.

E.P. Davis i B. Steil⁴⁶ podkreślają, że inwestorzy instytucjonalni to instytucje preferujące płynność, stąd inwestują w ten sposób, aby być w stanie dostosować strukturę posiadanych aktywów w dążeniu do wyznaczonych celów inwestycyjnych w odpowiedzi na napływające z rynku informacje. Niepłynne aktywa w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych (np. nieruchomości) są utrzymywane na niskim poziomie, stanowiąc niewielki udział w całości portfela inwestycyjnego. Dużą pomocą w podejściu do inwestowania jest zdolność inwestorów instytucjonalnych do absorbowania i przetwarzania informacji ważnych z punktu widzenia funkcjonowania instytucji na rynku kapitałowym⁴⁷. Ponieważ inwestorzy instytucjonalni są często dużymi przedsiębiorstwami, zyskują na efektach skali⁴⁸. Dzięki obracaniu pokaźnymi pakietami akcji, ponoszą niższe koszty prowizji. Wielkość inwestorów instytucjonalnych wpływa korzystnie na obniżenie kosztów związanych z obsługą klientów, dzięki czemu więcej pieniędzy zostaje do dyspozycji takiej instytucji⁴⁹.

Inwestorzy instytucjonalni stanowią szeroką i niedoprecyzowaną grupę. Dzieje się tak, ponieważ rynek finansowy nieustannie ewoluuje, przy czym tendencja ta, ze względu na rozwój gospodarczy, postęp integracji gospodarczej w poszczególnych ugrupowaniach integracyjnych, jak i postęp techniczny, szczególnie w dziedzinie informatyki, ułatwia wymianę informacji oraz kontakty na linii spółka–inwestor oraz pomiędzy akcjonariuszami. Sytuacja taka prowadzi do powstawania nowych form działalności inwestycyjnej i nowych usług proponowanych przez inwestorów instytucjonalnych swoim klientom. Nowe usługi pośrednictwa inwestycyjnego i zarządzania powierzonymi środkami są oferowane przez istniejące rodzaje inwestorów instytucjonalnych, lecz jest niemal pewne, że w przyszłości wyodrębnią się będą kolejne typy inwestorów instytucjonalnych, oferując formy pośrednictwa finansowego obecnie nieznanego lub rzadko spotykanego. Nawet obecnie powstaje wiele wyspecjalizowanych funduszy inwestycyjnych, z których w przyszłości mogą zostać wyodrębnione nowe typologie inwestorów instytucjonalnych. Ciągła ewolucja i zmiany w obrębie tych instytucji są przyczyną różnic w definiowaniu grup

45 Definicja mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw, Akademia Prasy Lokalnej, Warszawa listopad 2004. http://web.archive.org/web/20120131093559/http://www.aplszkolenia.pl/definicja_msp.pdf [dostęp: 06.10.2016].

46 E.P. Davis, B. Steil, *Institutional...*

47 *Ibidem*, s. 12–14.

48 A. Gregoriou, *Lecture 9 Institutional Investors, The Economics Network*, <http://www.economic-network.ac.uk/sites/default/files/Kent%20Matthews/Lecture%209%20Institutional%20Investors.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

49 E.P. Davis, B. Steil, *Institutional...*, s. 12–14.

podmiotów określanych mianem inwestorów instytucjonalnych oraz niechęcią do domykania zakresu tego pojęcia.

Typologia inwestorów instytucjonalnych przyjęta na użytek niniejszej monografii bierze pod uwagę różnice pomiędzy podmiotami uznawanymi za inwestorów instytucjonalnych. Ci ostatni zostają podzieleni na cztery grupy pod względem posiadania zestawu cech, które powinien mieć inwestor instytucjonalny, który został opisany wcześniej w niniejszym podrozdziale. Grupy zostają uszeregowane w porządku malejącym pod względem ilości cech świadczących o ich przynależności do inwestorów instytucjonalnych:

- I grupa – fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe. Są to podmioty posiadające największą ilość cech „typowego” inwestora instytucjonalnego. Obracają także największymi środkami.
- II grupa – fundacje, fundusze zasobowe, przedsiębiorstwa zarządzające aktywami, domy i biura maklerskie. Ta grupa podmiotów także spełnia większość cech, pozwalających na zaliczenie ich w poczet inwestorów instytucjonalnych. Instytucje te są rzadziej wymieniane w literaturze z powodu niewielkich z reguły funduszy, którymi obracają.
- III grupa – banki. Uznawane przez część autorów za inwestorów instytucjonalnych. Druga grupa autorów zwraca uwagę, że usługi powiernicze są tylko częścią usług oferowanych przez banki. Dodatkowo, przepisy ograniczały pełnienie funkcji inwestora instytucjonalnego przez banki (np. w Stanach Zjednoczonych).
- IV grupa – podmioty państwowe. Uznawane za inwestorów instytucjonalnych przez niektórych autorów (np. K. Zabielski⁵⁰). Podmioty państwowe i Skarb Państwa są udziałowcami spółek, lecz działają w odmienny sposób od inwestorów instytucjonalnych w kwestii pozyskiwania funduszy. Nie zbierają składek od klientów. Można uznać, że są inwestorami instytucjonalnymi, lecz raczej w formie pośredniej (nie inwestują składek, ale pieniądze Skarbu Państwa, czyli *de facto* wpływy z opodatkowania).

2.4. Rodzaje inwestorów instytucjonalnych

W niniejszym podrozdziale zostały przedstawione poszczególne rodzaje inwestorów instytucjonalnych inwestujących na GPW w Warszawie, które zostały wytypowane do badań w części empirycznej monografii. Scharakteryzowano te podmioty oraz prowadzoną przez nie działalność, a także przedstawiono horyzont czasowy inwestycji, jaki zazwyczaj przyjmują podmioty z danego rodzaju

⁵⁰ K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, s. 208.

inwestorów instytucjonalnych. Pozwala on określić, czy instytucje mają warunki ku podejmowaniu się sprawowania nadzoru korporacyjnego nad swoimi spółkami portfelowymi w zależności od przyjmowanego przez nie horyzontu czasowego inwestycji. Inwestorzy z długim horyzontem, nastawieni na wieloletnią inwestycję w danej spółce powinni w teorii posiadać lepsze predyspozycje do pełnienia realnego nadzoru nad spółką, ponieważ mają czas na zapoznanie się z sytuacją przedsiębiorstwa, jej menedżerami i w ich interesie leży stabilny rozwój spółki w kolejnych latach, który powinien być wspomagany przez rzetelny nadzór ze strony inwestora długookresowego. Z drugiej strony inwestorzy krótkookresowi nie muszą być zainteresowani sprawowaniem nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi, ponieważ przy krótkim horyzoncie inwestycyjnym w postaci kilku tygodni lub dni, nie mają oni wystarczającego czasu, aby zapoznać się z sytuacją wewnętrzną spółki i poznać jej menedżerów, a przy wysokiej dywersyfikacji i płynności portfela, często dokonują jego rekonstrukcji poprzez sprzedaż i zakup akcji kolejnych spółek.

2.4.1. Fundusze inwestycyjne

Fundusz inwestycyjny to rodzaj zbiorowego lokowania środków finansowych, które pochodzą od osób fizycznych, przedsiębiorstw, gmin⁵¹. Uczestnikami funduszu mogą być zarówno osoby fizyczne, jak i osoby prawne. Fundusz inwestycyjny to osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działania jest lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie⁵².

Pojęcie funduszu inwestycyjnego jest definiowane w literaturze w sposób niejednoznaczny. Stąd fundusz taki może być rozumiany jako⁵³:

- forma pośredniego uczestnictwa inwestorów w operacjach na rynku finansowym,
- forma lokaty pieniężnej umożliwiającej inwestorom przy pomocy dowolnej kwoty, wnoszonej systematycznie bądź niesystematycznie, udział w majątku w formie papierów wartościowych, towarów lub nieruchomości, przy zachowaniu korzyści inwestycyjnych, które wynikają z profesjonalnego zarządzania, a także podziału ryzyka,
- całość majątku, który powstaje z wpłat pieniężnych udziałowców, przekształcona w majątek w postaci akcji, opcji, skryptów dłużnych, obligacji i innych

51 E. Duda-Piechaczek, *Fundusze inwestycyjne w praktyce*, Złote Myśli, Gliwice 2008, s. 6.

52 W polskim porządku prawnym dopuszczono możliwość niepublicznego gromadzenia środków przez fundusz w przypadku instytucji typu *venture capital*. M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001, s. 45.

53 J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne. Prawna ochrona interesu uczestników*, LexisNexis, Warszawa 2009, s. 20–21.

papierów wartościowych oraz cichych udziałów, nieruchomości i terminowych kontraktów finansowych.

- Środki zebrane przez fundusz inwestycyjny są lokowane w papiery wartościowe i inne prawa majątkowe⁵⁴ przy zachowaniu zasady ograniczonego ryzyka. Fundusze stosują różne strategie inwestycyjne. Zadaniem indywidualnego inwestora jest dobieranie jednostek uczestnictwa poszczególnych funduszy w zależności od własnych preferencji i w stosunku do ryzyka, wybierając spośród funduszy obarczonych dużym ryzykiem, ale obiecujących duże zyski oraz tych, które przedkładają bezpieczeństwo ponad wysokie zwroty z inwestycji⁵⁵.

Wspólne inwestowanie w ramach funduszu inwestycyjnego przynosi wiele korzyści, wśród których najważniejsze to⁵⁶:

- dywersyfikacja portfela inwestycyjnego funduszu, który posiada większą pulę środków na inwestycje, niż będący jego klientami drobni inwestorzy indywidualni; może więc lokować środki w wielu różnych instrumentach rynku finansowego, dywersyfikując inwestycje, a dzięki temu minimalizować ryzyko;
- niższe koszty transakcyjne ponoszone przez fundusz (prowizje są niższe, jeśli transakcja opiewa na wyższą sumę, ponadto fundusz może negocjować wysokość opłat prowizyjnych);
- możliwość szybkiej zmiany inwestycji na gotówkę przez uczestnika funduszu;
- profesjonalne zarządzanie portfelem funduszu;
- bezpieczeństwo lokowanych środków;
- możliwość wyboru przez klienta funduszu strategii odpowiadającej jego skłonności do ponoszenia ryzyka.

Istnieje wiele rodzajów funduszy inwestycyjnych⁵⁷, jednak podstawowe dwa typy funduszy inwestycyjnych, występujące na światowym rynku finansowym to fundusze otwarte i fundusze zamknięte. Fundusze otwarte cechują się łatwym dostępem do nich ze strony inwestorów. Sprzedawane przez nie jednostki uczestnictwa mogą być szybko zakupione, jak i umorzone. Fundusze otwarte są mocno ograniczone w zakresie instrumentów, w które mogą inwestować. Fundusze zamknięte emitują certyfikaty inwestycyjne. Często cechują się mniejszą płynnością. Dodatkowo certyfikaty przez nie emitowane notowane są na rynku wtórnym po

54 M. Dyl, *Fundusze...*, s. 45.

55 E. Duda-Piechaczek, *Fundusze...*, s. 6.

56 W. Dębski, *Rynek...*, s. 560–562.

57 Wyróżniamy m.in. fundusze otwarte, specjalistyczne otwarte, zamknięte, specjalistyczne zamknięte oraz mieszane. *Kurs giełdowy, Fundusze inwestycyjne*, http://bossa.pl/index.jsp?layout=2&page=0&news_cat_id=248 [dostęp: 06.10.2016]. Szersze dane na temat funduszy inwestycyjnych dostępne m.in. w raporcie OECD „Institutional Investors and Governance in Selected OECD Countries”, OECD, <http://www.oecd.org/dataoecd/46/4/2506329.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

cenie mogącej odbiegać od rzeczywistej wartości aktywów funduszu. Na korzyść funduszy zamkniętych przemawia to, że mają one możliwość inwestowania w szerszy zakres przedsięwzięć inwestycyjnych⁵⁸.

Wśród funduszy inwestycyjnych warto wymienić popularne (szczególnie w Stanach Zjednoczonych) fundusze hedgingowe (*hedge funds*). Pierwsze fundusze tego typu powstały w latach 60. XX w., lecz ich rozwój nastąpił dopiero w 1998 roku. Funkcjonują najczęściej jako spółki kapitałowe, oferujące udziały zakupywane przez inwestorów liczących na wzrost ich wartości. Są wśród nich głównie zamożni inwestorzy indywidualni oraz inwestorzy instytucjonalni⁵⁹. Celem funduszy hedgingowych jest przynoszenie zysku nawet w sytuacji, gdy na giełdzie panuje *bessa*, ponieważ mogą na niej grać zarówno na wzrosty notowań, jak i na spadki, celem osiągnięcia zysku⁶⁰. Nie są przy tym ograniczone tak sztywnymi zasadami w stosunku do strategii inwestycyjnej, jakimi związane są inne rodzaje funduszy inwestycyjnych⁶¹. W celu generowania wysokich zysków, fundusze hedgingowe używają takich instrumentów finansowych jak: kontrakty terminowe, opcje, krótka sprzedaż oraz lewarowanie. Ryzyko z inwestycji na rynku akcji jest redukowane dzięki wykorzystywaniu strategii polegającej na zajmowaniu przeciwstawnych pozycji (długiej i krótkiej) bądź poprzez arbitraż, czyli kupowanie akcji i jednoczesną sprzedaż kontraktów terminowych na nie lub odwrotnie⁶².

W niniejszej monografii do grupy funduszy inwestycyjnych zostały zakwalifikowane również fundusze typu *private equity / venture capital* oraz Narodowe Fundusze Inwestycyjne.

Private equity to pojęcie ogólniejsze niż *venture capital*. *Private equity* to wszelkiego rodzaju inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, dokonywane w celu osiągnięcia średnio- oraz długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału⁶³. *Venture capital* jest natomiast jedną z odmian *private equity*. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw⁶⁴. Służą one uruchomieniu danej spółki bądź jej rozwojowi i ekspansji. Fundusze tego typu dostarczają kapitał długoterminowy. Angażują się w spółkę najczęściej od 3 do 7 lat.

58 E. Duda-Piechaczek, *Fundusze...*, s. 7.

59 B. Webel, *Financial Regulatory Reform and the 111th, Congressional Research Service*, March 2010, s. 15.

60 Fundusze tego typu mogą przykładowo grać wyłącznie na spadek akcji lub mogą wykorzystywać różnice i błędy w wycenie akcji bądź ważne wydarzenia w spółce mające wpływ na jej wycenę. *Fundusze hedgingowe*, <http://www.skarbiec.biz/inwestycyjne-fundusze/hedgingowe.htm> [dostęp: 06.10.2016].

61 M. Bojańczyk, *Managers...*, s. 131.

62 *Fundusze hedgingowe kuszą inwestorów*, 15 kwietnia 2007, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Fundusze-hedgingowe-kusza-inwestorow-1600559.html> [dostęp: 06.10.2016].

63 Definicja *private equity / venture capital* Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, <http://www.psik.org.pl/co-to-jest-pevc.html> [dostęp: 06.10.2016].

64 We wczesnych fazach rozwoju firm uczestniczą także inwestorzy określanymi mianem „aniołów biznesu” – *business angels*.

Fundusze typu *private equity / venture capital* mogą także inwestować w spółki dojrzałe, posiadające wysoki potencjał rozwoju oraz takie, które zamierzają wejść na giełdę bądź te, które wymagają restrukturyzacji, lecz po jej przeprowadzeniu mogą przynieść wysokie zyski⁶⁵.

W niniejszym badaniu do grupy podmiotów z rodzaju funduszy inwestycyjnych weszły także Narodowe Fundusze Inwestycyjne. NFI działały w Polsce na podstawie Kodeksu spółek handlowych oraz ustawy z dnia 30 kwietnia 1993 roku o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji⁶⁶. W 1995 roku utworzono 15 NFI, stanowiących element Programu Powszechnej Prywatyzacji. Majątek NFI stanowiły wkłady niepieniężne 512 spółek parterowych, wniesione przez państwo w formie akcji. Podstawowymi celami NFI było doprowadzenie do powszechnej prywatyzacji majątku państwowego, objętego Programem Powszechnej Prywatyzacji, zarządzanie nim oraz jego pomnażanie. Narodowe Fundusze Inwestycyjne przestały funkcjonować wraz z uchynieniem 1 stycznia 2013 r. ustawy z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji. Program Powszechnej Prywatyzacji nie zakończył się sukcesem⁶⁷.

Fundusze inwestycyjne mają najbardziej zróżnicowane horyzonty czasowe inwestycji w akcje spośród wybranych do badania rodzajów inwestorów instytucjonalnych, począwszy od bardzo krótkich horyzontów liczonych w dniach w przypadku agresywnych funduszy inwestycyjnych, do kilku miesięcy lub lat bądź dłuższych horyzontów inwestycyjnych przyjmowanych przez fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu.

65 B. Janus, *Co to jest private equity/venture capital?*, 1 lutego 2009, http://web.archive.org/web/20120420023025/http://www.biznes-firma.pl/Co_to_jest_private_equity_venture_capital_,13738.html [dostęp: 06.10.2016].

66 Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz.U. 1993, nr 44, poz. 202).

67 Wśród przyczyn porażki NFI wymienia się to, że żaden z nich nie kontrolował w całości jakiegokolwiek spółki ze wspomnianej grupy 512 podmiotów. Każda z tych spółek posiadała w swoim akcjonariacie jeden wiodący NFI, posiadający 33% akcji i 14 pozostałych funduszy, które dysponowały odpowiednio po 1,93% udziałów. Kolejnym czynnikiem wpływającym negatywnie na funkcjonowanie NFI był udział Skarbu Państwa w każdej ze spółek zarządzanych przez fundusze, wynoszący 25% oraz powierzenie pracownikom spółek 15% akcji. W sytuacji, gdy menedżerowie zarządzający NFI nie mieli pełnej kontroli nad powierzonymi spółkami, nie chcieli być wynagradzani od wyników. M. Bitner, *Narodowe Fundusze Inwestycyjne – epilog po 20 latach*, Wealth Solutions, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Narodowe-Fundusze-Inwestycyjne-epilog-po-20-latach-2483607.html> [dostęp: 06.10.2016].

2.4.2. Fundusze emerytalne

Fundusze emerytalne są obecnie uznawane za największych inwestorów instytucjonalnych, kumulujących największy na świecie kapitał inwestycyjny⁶⁸.

Istnieją dwa główne rodzaje funduszy emerytalnych: państwowe, określane także mianem publicznych oraz prywatne. Fundusze państwowe są przeznaczone dla pracowników sektora publicznego⁶⁹. Niejednokrotnie są to instytucje o zasięgu krajowym czy regionalnym. Natomiast fundusze prywatne, jak wskazuje sama nazwa, przeznaczone są dla pracowników sektora prywatnego.

Priorytetowym celem funduszy emerytalnych jest ochrona powierzonego im kapitału, a dopiero na drugim miejscu jego pomnażanie. Chodzi o to, aby nie narażać wkładów udziałowców na zbyt ryzykowne inwestycje, które w wypadku niepowodzenia mogłyby doprowadzić do umniejszenia puli kapitału przyszłych emerytów, co w praktyce przełożyłoby się na obniżenie zbliżających się świadczeń emerytalnych. Szczególna ochrona przed ryzykiem powinna dotyczyć tych członków funduszu emerytalnego, którzy będą przechodzić na emeryturę w najbliższych latach, ponieważ ewentualne straty wynikające z niepowodzenia ryzykownej inwestycji niejednokrotnie nie będą mogły już być odpracowane. Celem funduszu emerytalnego jest więc szeroka dywersyfikacja inwestycji i skłanianie się raczej w kierunku inwestycji w aktywa mniej dochodowe, ale bezpieczniejsze.

Wieloletni proces inwestowania kapitału przyszłego emeryta ma służyć temu, aby jego standard życia był zbliżony do tego, jakiego doświadczał będąc czynny zawodowo. Innymi słowy, wysokość emerytury w teorii nie powinna zanadto odbiegać od kwoty wynagrodzenia, jakie uczestnik funduszu otrzymywał przed okresem pobierania świadczeń emerytalnych. Strategie inwestycyjne funduszy emerytalnych są długookresowe. Dzięki temu zarabiają one także na eliminacji kosztów transakcji, które wiążą się z zakupem i sprzedażą akcji⁷⁰.

Państwa działają na rzecz upowszechnienia uczestnictwa w funduszach emerytalnych dla swoich obywateli za pomocą odpisów podatkowych. Z reguły równowartość wpłat na konta emerytalne odejmowana jest od podstawy opodatkowania, dzięki czemu uczestnik funduszu emerytalnego płaci niższe podatki. Ulgi podatkowe przysługują jednak tylko, jeśli wkłady w funduszu przetrzymywano przez określony czas. Jeśli zostaną one wycofane przed ustalonym okresem, należy uregulować podatki od tych środków. Rozwiązanie to służy powstrzymaniu masowego wycofywania wkładów z funduszy emerytalnych⁷¹.

68 J. Jeżak, *Ład...*, s. 57.

69 Takich jak: policjanci, strażacy, nauczyciele, urzędnicy itd.

70 J. Jeżak, *Ład...*, s. 58.

71 W. Dębski, *Rynek...*, s. 549.

2.4.3. Towarzystwa ubezpieczeniowe

Towarzystwo ubezpieczeniowe jest instytucją, która ma za zadanie znieść lub ograniczyć ciężar zdarzeń losowych. Te ostatnie mogą mieć charakter pozytywny (np. urodzenie dziecka), jak i negatywny (np. zniszczenie domu wskutek zalania lub pożaru)⁷².

Ubezpieczyciel zbiera składki od klientów indywidualnych i przedsiębiorstw oraz inwestuje je w ten sposób, aby przyniosły ich klientom określone korzyści w przyszłości oraz zysk dla towarzystwa ubezpieczeniowego, pozwalający mu na utrzymanie się na rynku i dalszy rozwój. Przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe w przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych nie oczekują ponadprzeciętnych zysków z inwestycji, a raczej ich bezpieczeństwa, są więc zainteresowane możliwością zagospodarowania zebranych funduszy w długim okresie⁷³.

Występują dwa główne rodzaje instytucji ubezpieczeniowych⁷⁴:

- oferujące ubezpieczenia majątkowe i niektóre ubezpieczenia osobowe,
- oferujące ubezpieczenia na życie.

2.4.4. Firmy zarządzające aktywami

Zarządzanie aktywami określa proces, w ramach którego aktywa zgromadzone przez inwestorów instytucjonalnych są faktycznie inwestowane na rynkach kapitałowych. Innymi słowy, z prawnego punktu widzenia, zarządzający aktywami może, lecz nie musi być częścią inwestora instytucjonalnego, któremu świadczy tego typu usługi. Zarządzanie aktywami może więc być zarówno procesem wewnętrznym, jak i zewnętrznym w stosunku do inwestora instytucjonalnego⁷⁵. Z jednej strony przedsiębiorstwo zajmujące się zarządzaniem aktywami może wykonywać tego typu usługę dla innych inwestorów instytucjonalnych, np. zarządzając środkami powierzonymi jemu w tym celu przez fundusz emerytalny lub firmę ubezpieczeniową, z drugiej zaś, samo może pełnić funkcję inwestora instytucjonalnego, zarządzając środkami powierzonymi mu przez inwestorów indywidualnych. Klient powierzający swoje środki przedsiębiorstwu zarządzającemu aktywami posiada większe możliwości inwestycyjne, szerszy nadzór nad procesem inwestycyjnym i może inwestować w większą grupę aktywów, niż np. klient funduszu inwestycyjnego, który ma ograniczoną decyzyjność odnośnie do instrumentów, w które będą inwestowane jego wkłady. Dodatkowo, w przypadku funduszu inwestycyjnego,

72 M. Al-Kaber, *Rynki finansowe i instytucje*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2004, s. 456.

73 W. Dębski, *Rynek...*, s. 545–546.

74 *Ibidem*, s. 546.

75 E.P. Davis, B. Steil, *Institutional...*, s. xxiii–xxiv.

podmiot ten jest bardziej skrupowany przepisami odnośnie do rodzajów aktywów, w jakie może inwestować środki swoich klientów⁷⁶. *Asset management* stanowi podstawową działalność świadczoną klientom przez domy i biura maklerskie⁷⁷. W kwestii horyzontu czasowego inwestycji w akcje przedsiębiorstwa zarządzającego aktywami jest ono zobligowane wytycznymi w tym zakresie, ustalonymi wraz ze swoimi klientami, powierzającymi przedsiębiorstwu zarządzającemu aktywami środki do pomnażania w ramach wielu strategii krótko-, średnio-, jak i długoterminowych.

2.4.5. Banki

Poza bankiem centralnym wyróżnia się takie rodzaje banków działających na rynku kapitałowym: komercyjne i inwestycyjne⁷⁸. Podstawowym rodzajem aktywności banków komercyjnych jest udzielanie kredytów osobom indywidualnym oraz podmiotom gospodarczym. Działają one na rynku pieniężnym, na którym lokują swoje nadwyżki środków finansowych ponad obowiązkowe rezerwy. W sytuacji niedoboru kapitału, pożyczają go, jeśli istnieje możliwość rozwoju akcji kredytowej. Banki komercyjne mają możliwość zaciągania kredytu w banku centralnym. Udzielając kredytu, bank dolicza do jego kwoty oprocentowanie, które stanowi zysk kredytodawcy. Stopa oprocentowania jest kształtowana pod wpływem wysokości stopy redyskontowej banku centralnego oraz działania rynku pieniądza⁷⁹.

Banki komercyjne odgrywają istotną rolę na rynku kapitałowym, ponieważ uczestniczą w ustalaniu ceny na kapitał pożyczkowy, a tym samym zakreślają granice rentowności inwestycji kapitałowych, dokonywanych m.in. w papiery wartościowe. Instytucje te w coraz większym stopniu inwestują w akcje i obligacje, czyniąc to na własny rachunek bądź w imieniu swoich klientów i na ich ryzyko. Banki komercyjne kupują przede wszystkim papiery wartościowe emitowane przez spółki o ustabilizowanej sytuacji finansowej oraz instytucje publiczne⁸⁰.

Banki inwestycyjne w odróżnieniu od komercyjnych nie zajmują się działalnością depozytowo-pożyczkową⁸¹. Bank inwestycyjny w węższym znaczeniu

76 *Nowa firma zarządzająca aktywami rozpoczyna działalność*, <http://wyborcza.biz>, 23.06.2010, http://wyborcza.biz/finanse/1,105684,8054700,Nowa_firma_zaradzajaca_aktywami_rozpoczyna_dzialalnosc.html#ixzz2tbPtsfYB [dostęp: 06.10.2016].

77 W roku 2016 w Polsce działało 50 domów maklerskich. Pełna lista na stronie: http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/DomyMakler.html [dostęp: 06.10.2016].

78 Szerzej o systemie bankowym patrz: M. Zaleska (red.), *Współczesna bankowość*, t. 1, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007.

79 W. Dębski, *Rynek...*, s. 542–543.

80 *Ibidem*.

81 A. Sławiński, *Rynki...*, s. 20.

jest określany jako instytucja finansowa koncentrująca się na usługach związanych z obrotem papierami wartościowymi na rynku wtórnym, usługach związanych z przeprowadzaniem emisji oraz przejmowaniem i łączeniem przedsiębiorstw⁸². Bank inwestycyjny rozumiany w szerszym ujęciu, oprócz powyższych rodzajów działalności zajmuje się także oferowaniem szerszego zakresu usług dla swoich klientów⁸³. Horyzont inwestycyjny banków na giełdzie zależy, podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw zarządzających aktywami oraz funduszy inwestycyjnych, od preferencji poszczególnych klientów tych instytucji powierzających im swoje środki z przeznaczeniem m.in. na zakup akcji. W zależności od preferowanego poziomu ryzyka, klienci banku mogą zdecydować się na zakup akcji zarówno w ramach strategii krótko-, średnio-, jak i długookresowych.

2.4.6. Fundacje

Można wyróżnić dwa rodzaje inwestorów instytucjonalnych zajmujących się działalnością charytatywną. Są to fundusze dotacji (*endowment*) oraz fundacje (*foundation*). *Endowment* to transfer środków finansowych lub własności przez donatora na rzecz danej instytucji. Najczęściej zorganizowane jest to pod postacią dobroczynności publicznej (*public charity*⁸⁴), fundacji prywatnych lub przedsiębiorstw powierniczych (*trust company*). Wśród instytucji, które powszechnie zarządzają majątkiem pochodzącym z funduszu dotacji są: instytucje kultury (np. biblioteki, muzea, teatry), instytucje naukowe (np. uczelnie, szkoły prywatne) oraz instytucje religijne⁸⁵.

Początki fundacji według L.E. Kocharda i C.M. Rittereiser⁸⁶ miały miejsce prawdopodobnie w XV-wiecznej Anglii, kiedy darczyńcy przekazywali dary dla kościołów, szkół oraz uniwersytetów, w celu wspierania ich w sposób ciągły. Zazwyczaj dary przekazywano z zastrzeżeniem, że kwota wpłaty musiała być zachowana. Wydać można było jedynie środki uzyskane z dochodów fundacji, które powstawały w wyniku obracania przekazywanymi przez darczyńców kwotami lub gospodarowania uzyskanymi od nich dobrami. Fundacje mają być w swoim założeniu stałym źródłem dochodów dla instytucji, które tradycyjnie nie mają dochodów⁸⁷.

82 Szerzej patrz: E. Bloch, *Inside Investment Banking: Second Edition*, Beard Books, Washington 2005.

83 W. Dębski, *Rynek...*, s. 616. Do usług tych można zaliczyć np.: zarządzanie funduszami, doradztwo finansowe, zarządzanie finansami, analiza bieżącego stanu koniunktury gospodarczej, analiza rentowności inwestycji kapitałowych, wykorzystywanie *venture capital*, analiza sytuacji finansowej dużych przedsiębiorstw oraz techniki zabezpieczającymi przed ryzykiem kursowym.

84 Organizacje *public charity* to np. kościoły i szpitale. Public Charities, Internal Revenue Service, <http://www.irs.gov/charities/charitable/article/0,,id=137894,00.html> [dostęp: 06.10.2016].

85 *Ibidem*.

86 L.E. Kochard, C.M. Rittereiser, *Foundation and Endowment Investing*, John Wiley & Sons, Hoboken 2008, s. 4.

87 *Ibidem*.

Fundacja jest organizacją pozarządową, non profit, która posiada kapitał przeznaczony na określony cel. Jest ona zakładana dla finansowania działalności społecznie i gospodarczo użytecznej, często z czysto altruistycznych zamierzeń fundatorów. Typowo fundacje tworzone są przez bogate rodziny lub przedsiębiorstwa i przeznaczone do wykonywania konkretnych celów publicznych⁸⁸.

Fundacje są najmniejszymi inwestorami instytucjonalnymi pod względem puli zarządzanych przez nie aktywów. Pomimo tego, stają się coraz bardziej wpływowymi instytucjami, ponieważ ich długoterminowe perspektywy inwestycyjne dają im swobodę podejmowania większego ryzyka i impuls do przyjęcia nowych klas aktywów oraz strategii na długo przed innymi inwestorami. Fundacje i fundusze zasobowe zdają sobie bowiem sprawę z tego, że ewentualne straty będą możliwe do odrobienia w długim okresie.

2.4.7. Podmioty państwowe

Wśród inwestorów instytucjonalnych zaliczanych do grupy podmiotów państwowych można zaliczyć: Skarb Państwa, jednostki samorządu terytorialnego oraz agencje rządowe.

Skarb Państwa jest znaczącym udziałowcem wielu spółek, szczególnie w państwach postkomunistycznych. Pomimo procesów reprivatyzacyjnych, nie udało się lub nie było takiego zamierzenia, aby wykluczyć Skarb Państwa jako udziałowca w spółkach działających w kluczowych gałęziach gospodarki. Pełni on w tych przedsiębiorstwach częstokroć rolę inwestora strategicznego⁸⁹, stąd podmioty państwowe są nastawione na długi horyzont inwestycyjny w spółki mające strategiczne znaczenie dla Skarbu Państwa.

W krajach o nieprzerwanej tradycji gospodarki wolnorynkowej, Skarb Państwa także jest częstokroć znaczącym udziałowcem wielu spółek. Własność państwa jest utrzymywana w strategicznych dla państwa i gospodarki sektorach lub z przyczyn społeczno-politycznych⁹⁰.

Jednostki samorządu terytorialnego, jak i agencje rządowe mogą, w zakresie przewidzianym przez ustawodawstwo poszczególnych państw, inwestować w papiery wartościowe, działając na rynku finansowym jako inwestorzy instytucjonalni.

88 Introduction To Institutional Investing, <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/introduction-institutional-investing.asp> [dostęp: 06.10.2016].

89 Na przykład polski Skarb Państwa jest inwestorem strategicznym w Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ministerstwo Skarbu Państwa, *Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie opublikowała prospekt emisyjny*, 14 października 2010, http://web.archive.org/web/20101104103207/http://msp.gov.pl/portal/pl/29/12681/Gielda_Papierow_Wartosciowych_w_Warszawie_opublikowala_dzis_prospekt_emisyjny.html [dostęp: 06.10.2016].

90 M. Aluchna, *Struktura...*, s. 75.

2.5. Bariery władztwa korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych

Rola inwestorów instytucjonalnych w nadzorze nad ich spółkami portfelowymi jest ograniczona. Badania przeprowadzone nad brytyjskimi funduszami emerytalnymi przez M. Faccio i M. Lasfer dowiodły, że nie dodawały one wartości do spółek, w których posiadały duże aktywa⁹¹. Skuteczny monitoring funduszy nad spółkami został podważony i określony jako jedynie teoretyczny, pomimo tego fundusze nie stosowały opcji wyjścia i sprzedaży akcji, choć spółki były na tyle płynne, że mogłyby to uczynić. Faccio i Lasfer założyli, że fundusze te uznały monitorowanie spółek z portfela za zbyt trudne i kosztowne. Sprzedaż udziałów w pozbawionych nadzoru spółkach został uznany za chybiony pomysł, ponieważ fundusze obawiały się, że sprzedaż może nastąpić po obniżonej cenie lub nie chciały przekazywać informacji na rynek⁹².

Wysoka płynność giełdowa spółki ułatwia realizację opcji wyjścia i sprzedaż akcji, dzięki temu maleje wśród inwestorów instytucjonalnych motywacja do aktywnego monitoringu spółek. Na jakość monitorowania i efektywność spółki mają też wpływ strategie inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych (krótko- lub długoterminowe)⁹³. W przypadku inwestycji krótkoterminowych mniejszy nacisk jest kładziony na nadzór nad spółkami z portfela, w które instytucja zainwestowała w ramach takiej strategii. Sytuacja taka wynika z dysponowania krótszym czasem na zebranie informacji i wdrożenie zmian w spółce. Przy inwestycjach krótkoterminowych środki na te cele mogą być mniejsze.

Inwestorzy instytucjonalni generalnie dążą do maksymalizacji zysku, więc nie angażują się w spółkę portfelową, jeśli koszty takiego działania przewyższają zyski. Zazwyczaj nie ingerują także w sprawy związane z codziennym funkcjonowaniem spółki. Ewentualnie wkraczają dopiero, gdy powstaną w niej poważne długoterminowe problemy. Takie postępowanie ogranicza ich możliwości wywierania wpływu na spółkę oraz połuźnia sprawowaną nad nią kontrolę. W wielu przypadkach istnieje niewielkie prawdopodobieństwo, że aktywizm jest opłacalny dla inwestora instytucjonalnego. Na ewentualnych zmianach w spółce wymuszonych przez instytucje korzystają drobni inwestorzy, natomiast koszty związane z aktywizmem korporacyjnym ponosi inwestor instytucjonalny⁹⁴.

91 M. Faccio, M. Lasfer, *Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes?*, „Journal of Corporate Finance” March 2000, Vol. 6, No. 1, s. 105–106.

92 *Ibidem*.

93 M. Aluchna, *Struktura...*, s. 73.

94 S.M. Bainbridge, *Shareholder...*, s. 12.

Nie jest możliwe przewidzenie z wyprzedzeniem, jakie problemy wymagające interwencji i w których spółkach ze zdywersyfikowanego portfela nastąpią. Konieczna byłaby więc stała kontrola nad wszystkimi spółkami, która niosłaby ze sobą wysokie koszty związane z monitoringiem spółek portfelowych i mogłaby być nieskuteczna, ponieważ w wielu przypadkach mogłoby się okazać, że jest zbyt późno na wprowadzenie zmian naprawczych w spółce. S.M. Bainbridge uważa więc, że aktywizm instytucjonalny jest kosztowny i nie przynosi spodziewanych korzyści instytucjom. Monitorowanie wszystkich przedsiębiorstw z portfela może okazać się nieopłacalne. Inwestorzy instytucjonalni powinni według tego autora zamiast monitoringu skupić się na zarządzaniu kryzysowym i podejmować próby naprawcze spółek portfelowych, które mają kłopoty⁹⁵.

Barierę w zaangażowaniu władztwa korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych wywołują także luki informacyjne (*information gaps*). Luka występuje, gdy interesariusz (w tym przypadku inwestor instytucjonalny), uznaje pewne informacje o spółce za ważne, lecz nie wierzy, że przedsiębiorstwo udostępnia je w wystarczającym zakresie. Podobna sytuacja występuje w przypadku luk w sprawozdawczości spółek (*reporting gaps*), które zachodzą w przypadku, gdy informacje nie są przekazywane przez przedsiębiorstwo w ramach systemu sprawozdawczości, pomimo tego, że zostały uznane przez jej kierownictwo za istotne.

Badania przeprowadzone przez S.A. Di Piazza Jr. i R.G. Eccles⁹⁶ na amerykańskich spółkach wskazują, że luki informacyjne i w sprawozdawczości występują we wszystkich branżach. Menedżerowie w większości spółek uważają, że prawidłowo zarządzają procesami przekazywania informacji i sprawozdawczości. Z drugiej jednak strony, inwestorzy uznają, że pozyskane tymi kanałami informacje często-króć nie są tymi, jakich oni oczekują. Wynika to z dezaktualizacji i niewystarczającej dokładności tych informacji, przez co inwestorzy instytucjonalni nie mogą wykorzystywać ich efektywnie w nadzorze nad udostępniającymi je spółkami⁹⁷.

2.5.1. Dualizm relacji biznesowych

Dualizm relacji biznesowych polega na takiej relacji pomiędzy inwestorem instytucjonalnym, a jego spółką portfelową, w ramach których instytucja jednocześnie jest akcjonariuszem spółki i świadczy jej swoje usługi. Do grupy inwestorów, w ramach których może dojść do dualizmu relacji biznesowych K.A.D. Camara zalicza: ubezpieczycieli, prywatne fundusze emerytalne (*private pension funds*) oraz Bankowe Departamenty Powiernicze (*Bank Trust Departments*)⁹⁸.

95 *Ibidem*, s. 12–13.

96 S.A. DiPiazza Jr., R.G. Eccles, *Building Public Trust: The Future of Corporate Reportings*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2002, s. 111–113.

97 *Ibidem*.

98 K.A.D. Camara, *Classifying...*, s. 239.

W przypadku dualizmu relacji biznesowych na linii spółka–bank, ten ostatni pełni dwa rodzaje nadzoru nad spółką: wierzycielski (jako kredytodawca) i właścicielski (jako akcjonariusz). Obydwa rodzaje nadzoru mogą się uzupełniać, umożliwiając bankowi poprzez angażowanie się w nadzór właścicielski (np. w formie dążenia do wyboru swojego przedstawiciela do rady nadzorczej spółki), zmniejszanie asymetrii informacyjnej pomiędzy nim a spółką, której udzielił kredytu. Dzięki dwóm wspomnianym formom nadzoru bank może mieć znaczny wpływ na decyzje inwestycyjne spółki⁹⁹.

Bank udzielający kredytu spółce, w której posiada udziały czerpie z tego korzyści, w postaci możliwości szerszego monitorowania takiego przedsiębiorstwa i sposobności świadczenia jej dodatkowych usług. Innymi słowy, instytucja taka, dzięki ustanowieniu dualizmu relacji finansowych ze spółką może ograniczyć dostęp do niej konkurencyjnym bankom. Jeśli stosunki pomiędzy tymi partnerami są poprawne, spółka wybierze „swój” bank do świadczenia dodatkowych usług i zaciągnię u niego w razie potrzeby kolejne kredyty. W takim przypadku pojawia się niebezpieczeństwo braku obiektywizmu oceny zdolności kredytowej spółki. Bank powiązany kapitałowo ze spółką może być także narażony na naciski kierownictwa spółki w celu udzielenia jej kredytu na uprzywilejowanych warunkach. Sytuacja taka może doprowadzić do powstania złych długów i przeniesienia kłopotów finansowych na kredytodawcę¹⁰⁰.

Inwestorzy instytucjonalni z potencjalnymi relacjami finansowymi ze swoją spółką portfelową są bardziej podatni na naciski jej menedżerów. J.A. Brickley, R.C. Lease i C.W. Smith¹⁰¹ zauważyli, że banki i firmy ubezpieczeniowe są szczególnie podatne na wpływy wywierane na nich przez menedżerów w przypadku występowania pomiędzy nimi a spółką relacji biznesowych. M. Hirschey, K. John, A.K. Makhija¹⁰² zauważają negatywną korelację pomiędzy udziałami czułych na naciski instytucji a łącznymi głosami przeciwko antyprzejęciowym posunięciom kierownictwa.

T.H. Payne, J.A. Millar i G.W. Glezen¹⁰³ badali dualizm relacji biznesowych pomiędzy bankiem a spółką. Dowiedli, że zachowanie banków w czasie głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy jest odmienne w przypadku tych instytucji, które posiadają relacje finansowe ze spółką w postaci np. udzielonego jej kredytu, od przejawianego przez banki, które nie znajdują się w tego typu relacji

99 K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 304–305.

100 *Ibidem*, s. 305.

101 J.A. Brickley, R.C. Lease, C.W. Smith, *Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments*, „Journal of Financial Economics” January–March 1988, No. 20, s. 267–291.

102 M. Hirschey, K. John, A.K. Makhija, *Corporate Governance And Firm Performance*, JAI Press, Bingley 2009, s. 206.

103 T.H. Payne, J.A. Millar, G.W. Glezen, *Fiduciary Responsibility and Bank-firm Relationships: An Analysis of Shareholder Voting by Banks*, „Journal of Corporate Finance” 1996, No. 3, s. 86.

ze spółką portfelową. T.H. Payne, J.A. Millar i G.W. Glezen odnotowali znaczny wzrost odsetka głosów popierających inicjatywy i pomysły menedżerów spółki, w przypadku banków posiadających relacje biznesowe ze spółką¹⁰⁴. Taka prawidłowość nie zachodziła w przypadku akcjonariuszy niepowiązanych interesami ze spółką. Payne, Millar i Glezen zauważyli dodatkowo, że wzrost przypadków głosowania przedstawicieli banków na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy na korzyść menedżerów był w tym większy, im bank świadczący usługi spółce posiadał więcej jej akcji. Podobnie w przypadku sprzeciwów wobec propozycji menedżerów – im więcej akcji posiadał bank znajdujący się w relacji biznesowej ze spółką, tym rzadziej sprzeciwiał się stanowisku zarządu.

Pojawiają się także głosy marginalizujące negatywny wpływ dualizmu relacji biznesowych na kondycję nadzoru korporacyjnego, sprawowanego przez inwestora instytucjonalnego. Stanowisko takie przyjmuje K. Van Nuys¹⁰⁵, twierdząc, że w przypadku wystąpienia dualizmu relacji biznesowych pomiędzy spółką a bankiem lub firmą ubezpieczeniową, fakt ten musi wpływać w dający się zarejestrować sposób na poparcie inwestora dla stanowiska kadry zarządzającej spółki.

Pomimo tego, że ściśle związki personalne oraz kapitałowe pomiędzy bankami i finansowanymi przez nie spółkami są charakterystyczne dla systemu bankocentrycznego (np. Niemcy, Japonia), także w tych państwach występuje tendencja do zerwania tych więzi i oparcia współpracy pomiędzy spółką – kredytobiorcą a kredytodawcą na zasadach rynkowych¹⁰⁶.

Pojawia się pytanie, który czynnik powoduje zwiększenie poparcia inwestorów dla menedżerów w spółkach w ramach dualizmu relacji biznesowych? Wydaje się, że inwestorzy będący w tego typu powiązaniu popierają menedżerów, ponieważ ponad sprawowanie kontroli właścicielskiej i dbanie o interesy inwestorów mniejszościowych, przedkładają troskę o własne relacje biznesowe ze spółką i świadczone jej usługi. Dochodzi do takiej sytuacji, ponieważ korzyści finansowe z owocnej współpracy ze spółką w interesach (kredyt, ubezpieczenie) często wielokrotnie przekraczają korzyści wynikające z bycia akcjonariuszem spółki. Rozwiązanie problemu zakłócenia dualizmem relacji biznesowych prawidłowych stosunków inwestor – spółka w ramach nadzoru korporacyjnego proponuje K.A.D. Camara. Postuluje on podział głosów inwestora posiadającego relacje biznesowe ze spółką na głosy jako akcjonariusza i głosy jako kredytodawcy czy ubezpieczyciela.

104 Na przykład, bank mógł głosować przeciwko wrogiemu przejęciu spółki, w wyniku którego mogłoby dojść do wymiany zarządu.

105 K. Van Nuys, *Corporate Governance through the Proxy Process: Evidence from the 1989 Honeywell Proxy Solicitation*, „Journal of Financial Economics” August 1993, No. 34(1), s. 101–132.

106 K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 305.

2.5.2. Efektywność systemów monitorowania przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów

Inwestorzy instytucjonalni dążą do zdywersyfikowania swojego portfela aktywów w celu zminimalizowania prawdopodobieństwa odniesienia strat, w przypadku, gdy jedna z inwestycji okaże się nieudana i przyniesie uszczerbek funduszy, zamiast spodziewanego zysku. Posiadając udziały w kilkudziesięciu lub kilkuset spółkach, zmniejsza się ryzyko poniesienia poważnych strat, w przypadku, gdyby część inwestycji okazała się nietrafiona. Preferencje odnośnie do stopnia dywersyfikacji portfela uzależnione są od typu inwestora. Fundusze inwestycyjne akceptują wyższy poziom ryzyka, w zamian za możliwość uzyskania większej stopy zwrotu z inwestycji. Na drugim biegunie znajdują się inwestorzy, którzy nie tyle cenią zysk, co bezpieczeństwo zainwestowanych środków. Do tej grupy należą przede wszystkim fundusze emerytalne oraz fundacje. Podmioty te nie są nastawione na spektakularne pomnażanie posiadanych przez siebie funduszy, lecz raczej na zachowanie ich wartości w czasie, przy umiarkowanym rocznym wzroście, pozwalającym na zagwarantowanie świadczeń przyszłym emerytom i na działalność statutową.

Inwestorzy instytucjonalni posiadający głęboko zdywersyfikowane portfele akcji natrafiają na szereg praktycznych trudności w podejmowaniu świadomych decyzji w przypadku głosowania nad poszczególnymi punktami porządku obrad walnego zgromadzenia akcjonariuszy w spółkach, w których są udziałowcami. W celu zaradzenia podobnym problemom często korzystają z usług doradców, dotyczących m.in. głosowania przez pełnomocnika, sposobu głosowania lub ratingów (wskaźników) oceniających przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego w spółce. Doradcy mają dzięki świadczeniu tego typu usług istotny wpływ na głosowanie. Istnieje zaś obawa o przejrzystość metod, na podstawie których przygotowują porady i ich profesjonalizm oraz efektywność¹⁰⁷.

Inwestorzy instytucjonalni pełnią funkcję agentów dla właścicieli kapitału, czyli swoich klientów. Instytucje inwestują środki pozyskane od swoich klientów m.in. w akcje przedsiębiorstw, angażując następnym agentów jako menedżerów spółek portfelowych, aby zrealizować cele właścicieli kapitału, czyli członków funduszu inwestycyjnego lub emerytalnego, klientów banku bądź innych klientów inwestora instytucjonalnego. Tego typu podwójna konstrukcja skupia tym większą liczbę „pośredników” w osobach menedżerów spółek publicznych, im bardziej zdywersyfikowany okazuje się portfel aktywów inwestora instytucjonalnego. Z powyższych faktów wynika wniosek, że w ramach wydłużenia łańcucha inwestycyjnego nastąpiło oddalenie pierwotnych agentów w postaci instytucji od ich klientów. W przypadku odnotowywania strat następuje rozmycie odpowiedzialności. Inwestorzy instytucjonalni mogą przerzucić odpowiedzialność na menedżerów spółek, co nie byłoby możliwe w przypadku, gdyby np. inwestowano jedynie na giełdzie

107 Zielona Księga, *Unijne...*, s. 17.

towarowej. Rozciągnięcie łańcucha agentów generuje dodatkowe koszty związane z obsługą procesu inwestowania i kontroli wyników¹⁰⁸.

Przy wysokiej dywersyfikacji w portfelu znajdują się spółki z rozdrobnioną strukturą własności, która posiada szereg wad¹⁰⁹:

- Trudności w kontrolowaniu menedżerów przez inwestorów. Przy małym udziale w spółce trudniejsze staje się wywieranie wpływu na menedżerów i występują problemy z oddelegowaniem swojego reprezentanta do rady. Rozbudowana struktura akcjonariatu zwiększa problem agencji.
- Problem *free rider* (*free rider problem*). Zbieranie informacji o działaniach spółki jest czasochłonne oraz kosztowne. W przypadku posiadania niewielkiego pakietu akcji, może się okazać, że koszty pozyskania i przetworzenia wspomnianych informacji przekroczą korzyści. Inwestor posiadający niewielki pakiet akcji może nie posiadać motywacji do kontrolowania poczynąń kadry zarządzającej. „Gapowicze”, będący zazwyczaj inwestorami indywidualnymi czerpią częstokroć informacje o spółce od większych akcjonariuszy, którzy mają odpowiednie środki na ich pozyskiwanie. Tę rolę odgrywają często inwestorzy instytucjonalni.
- Trudności we współpracy z inwestorami. W przypadku rozproszonego akcjonariatu, może się okazać, że wielu udziałowców ma odmienne interesy i trudno będzie skoordynować ich działania. Inwestor instytucjonalny spotka się w takim przypadku z większymi trudnościami w zakresie wpływania na kadrę zarządzającą, ponieważ dotarcie z wypracowanym stanowiskiem lub propozycją do rozdrobnionego akcjonariatu może okazać się czasochłonne i kosztowne. Instytucja może nie być w stanie skupić wokół siebie wystarczającej liczby głosów, wśród pozostałych akcjonariuszy, aby móc przeforsować swoje stanowisko na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Należy więc uznać, że efektywność systemów monitorowania przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów jest słabsza niż w przypadku, gdyby inwestor był zaangażowany jedynie w niewielką liczbę spółek.

Podsumowanie

W rozdziale przedstawiono wybrane definicje inwestora instytucjonalnego, opisano podmioty zaliczane do tej kategorii inwestorów i sposoby ich wyodrębniania. Zaprezentowano pozycję inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym. Stworzono nową, opartą na badaniach literaturowych, definicję inwestora

108 H. Sterniczuk, *Nadzór...*

109 M. Aluchna, *Struktura...*, s. 70–71.

instytucjonalnego, która bierze pod uwagę istotne cechy, które musi mieć dany podmiot, aby można było go zaliczyć w poczet instytucji. Przy tworzeniu wspomnianej definicji i określeniu zakresu podmiotów będących desygnatami inwestora instytucjonalnego wzięto pod uwagę istniejący dorobek naukowy odnośnie do klasyfikacji przedsiębiorstw do grona instytucji, pod względem szeregu czynników zaproponowanych wcześniej przez innych badaczy.

W drugiej części rozdziału przedstawiono instytucje jako uczestników rynku kapitałowego. Inwestorzy instytucjonalni, pomimo że posiadają narzędzia sprawowania aktywnego nadzoru korporacyjnego nad spółką, mogą być ograniczani przez szereg czynników, spośród których jednym z najistotniejszych są wzrastające koszty działania w przypadku pełnienia funkcji aktywnego akcjonariusza. Zarówno zbyt duża dywersyfikacja portfela, jak i dualizm relacji biznesowych wpływają niekorzystnie na kondycję nadzoru korporacyjnego instytucji nad spółką. Przedstawiono głosy w dyskusji o wpływie na działania inwestycyjne i nadzorcze inwestorów instytucjonalnych teorii efektywnych rynków, krótkowzrocznych instytucji oraz aspekt horyzontu czasowego, w jakim działają instytucje. Ponadto wyszczególniono przeszkody, które mogą napotkać inwestorzy instytucjonalni, jeśli podejmą się nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi. Następny rozdział wskazuje narzędzia i możliwości działania oferowane przez narodowe ramy prawne, kodeksy dobrych praktyk i prawodawstwo polskie oraz unijne instytucje w zakresie sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółkami portfelowymi.

Rozdział 3

Normatywna perspektywa funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych w kontekście nadzoru korporacyjnego

Celem niniejszego rozdziału jest ukazanie otoczenia prawnego, w ramach którego inwestorzy instytucjonalni wykonują swoje funkcje kontrolne wobec spółek publicznych. Opisano różnice w oddziaływaniu inwestora instytucjonalnego na spółkę portfelową zarówno w systemie *common law*, jak i kontynentalnym. Odmienności pomiędzy tymi dwiema tradycjami prawnymi mają znaczący wpływ na możliwości działania i narzędzia, jakimi dysponują instytucje działające na rynkach funkcjonujących w ramach tych systemów.

W niniejszym rozdziale przybliżono zalecenia formułowane z myślą o instytucjach, zawarte w regulacjach środowiskowych. Te ostatnie zostały uszeregowane w porządku chronologicznym. Przedstawiono wybrane kodeksy o zasięgu międzynarodowym w postaci Zasad nadzoru korporacyjnego OECD oraz kodeksu *International Corporate Governance Network*, a także regulacje narodowe takie jak: brytyjskie *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* i *UK Stewardship Code* oraz polski Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. Cechą wspólną powyższych zbiorów zasad jest to, że w całości bądź w części kierują swoje rekomendacje bezpośrednio do inwestorów instytucjonalnych. Poza tym wskazano wybrane zapisy Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW, które mogą zostać zaakceptowane przez instytucje.

W rozdziale przedstawiono wybrane regulacje unijne dotyczące funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych. Ważną częścią jest także analiza obowiązujących w Polsce aktów prawnych, na podstawie których inwestorzy instytucjonalni mogą prowadzić działalność, zarówno jako pośrednicy dla swoich klientów, jak i uczestnicy rynku akcji. Szczególna uwaga została poświęcona prawnym możliwościom oddziaływania inwestora instytucjonalnego na jego spółki portfelowe, jak i całe otoczenie instytucji, umożliwiające jej realizację obowiązków wobec klientów.

3.1. Narodowe ramy prawne

W niniejszym podrozdziale zostały przedstawione narodowe ramy prawne, w których funkcjonują inwestorzy instytucjonalni w systemach *common law* i kontynentalnym. Podrozdział ten ma za zadanie ukazać różnice pomiędzy tymi systemami i odmienności w ich oddziaływaniu na inwestora instytucjonalnego, a w szczególności przybliżenie konsekwencji wynikających z kontynentalnej tradycji prawnej dla instytucji działających w Polsce na tle zasad obowiązujących inwestorów instytucjonalnych prowadzących działalność w krajach, w których obowiązuje anglosaski system prawodawstwa.

3.1.1. System *common law*

System prawa *common law* wywodzi się z prawa precedensowego powstałego w Wielkiej Brytanii. Obecnie funkcjonuje on w większości państw, które wchodziły w skład Imperium Brytyjskiego, takich jak: Wielka Brytania, Stany Zjednoczone, Australia, Kanada, Nowa Zelandia, Indie, Pakistan oraz państwa w Azji Południowo-Wschodniej i na kontynencie afrykańskim. System ten podkreśla znaczenie prawa precedensowego, tworzonego przez sądy na zasadzie precedensu i przeciwstawianego prawu stanowionemu (*statutory law*), które jest podstawą systemu prawa kontynentalnego. Uzasadnienie decyzji sędziowskiej w systemie *common law* jest zawsze kazuistyczne, co oznacza, że jego celem jest przewidywanie szczegółowych przypadków, nie zaś wyznaczanie oraz wytyczanie uniwersalnych zasad. Charakterystyczną cechą powyższego systemu prawa jest brak w nim oddzielania stosowania prawa od jego stanowienia, a także świadome i celowe opieranie norm prawnych oraz rozstrzygnięć sądowych na wcześniejszych precedensach¹.

Ze względów prawnych i historycznych na rynkach państw z systemem prawa *common law* doszło do wyższego rozwoju rynków kapitałowych, niż w państwach z kontynentalnym systemem prawnym², dlatego własność znajduje się tam głównie w rękach inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych³. Z tego także względu inwestorzy instytucjonalni zajmują na nich istotniejszą pozycję niż w przypadku systemu kontynentalnego.

1 R.L. Prosterman, T. Handstad, *Legal Impediments to Effective Rural Land Relations in Eastern Europe and Central Asia. A Comparative Perspective*, „World Bank Technical Paper” 1999, No. 436, s. 10.

2 M. Jara-Bertin, F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, *Does the Influence...*, s. 22.

3 P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Wydawnictwo Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002, s. 13, http://www.nbportal.pl/library/pub_auto_B_0013/KAT_B4560.PDF [dostęp: 06.10.2016].

M. Jara-Bertin, F.J. López-Iturriaga, oraz Ó. López-de-Foronda podzielili inwestorów instytucjonalnych na dwie grupy: „odpornych na naciski” i „wrażliwych na naciski”, według ich więzi z menedżerami spółki portfelowej⁴. Ci pierwsi występują częściej w systemie *common law*, gdzie „nacisków” (bodźce do działania) dokonuje z reguły rynek, natomiast ci drudzy są domeną systemu kontynentalnego, ponieważ inwestorzy w tym systemie są często narażeni na „naciski” ze strony menedżerów, mające na celu popieranie interesów menedżerów spółki, nie zaś akcjonariuszy⁵. Inwestorzy „odporni na naciski” działają bardziej niezależnie i są w stanie w najwyższym stopniu wpływać na poprawę wartości spółki. Innymi słowy, zdolność inwestorów instytucjonalnych do poprawy ładu korporacyjnego jest zależna od ich możliwości do działania niezależnie od interesów menedżerów spółki portfelowej⁶.

Różnice w poziomie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny w poszczególnych krajach wynikają w dużej mierze z ram prawnych i instytucjonalnych, w zakresie których muszą funkcjonować. Istotna jest kwestia czy zbieranie funduszy następuje na rynku (system *common law*) czy w bankach (system kontynentalny).

3.1.2. System kontynentalny

Kontynentalny system prawny (*civil law*) funkcjonuje w większości krajów Europy Zachodniej, Ameryce Południowej i w wielu państwach Afryki i Azji. Jego pochodzenia należy upatrywać w prawie rzymskim. Można wyróżnić trzy najważniejsze kręgi prawa kontynentalnego: niemiecki, francuski oraz skandynawski⁷.

Polska także funkcjonuje w ramach tego systemu, wzorując się na kręgu niemieckim. Wybór odpowiedniego modelu dla Polski spośród dwóch dominujących – anglosaskiego oraz kontynentalnego – wymagał wielu analiz. Według Centrum Analiz Społecznych CASE model kontynentalny dla naszego kraju został wybrany nieprzypadkowo, ponieważ okazał się on bardziej adekwatny w stosunku do polskiej specyfiki ze względu na następujące powody⁸:

4 M. Jara-Bertin, F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, *op. cit.*

5 Na przykład w sytuacji, gdy udziałowcem jest bank, który udzielił kredytu spółce i popiera plan zwiększenia wynagrodzeń menedżerom, za co oni będą dalej korzystać z usług kredytowych świadczonych spółce przez bank. Działanie takie może być jednak niekorzystne dla pozostałych akcjonariuszy.

6 *Ibidem*, s. 1.

7 L. Bottazzi, M. Da Rin, T. Hellmann, *What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*, s. 15, http://web.archive.org/web/20100717041435/http://www.afajof.org/pdfs/2005program/UPDF/P513_Corporate_Governance.pdf [dostęp: 06.10.2016].

8 P. Kozarzewski, *Privatization and Corporate Governance in Poland: Problems and Trends*, Warszawa 2006, s. 15–16, http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/10761471_sa325_0.pdf [dostęp: 06.10.2016].

- Pozyskiwanie kapitału wśród akcjonariuszy było ograniczone, albowiem potencjał inwestycyjny ludności w powstającej gospodarce rynkowej był niski. Należało więc poszukiwać środków nie wśród inwestorów indywidualnych (system anglosaski), lecz z innych źródeł. Model kontynentalny zakłada znaczącą rolę dla inwestorów strategicznych. W przypadku Polski miejsce to mogli zająć zagraniczni inwestorzy strategiczni, a po pewnym czasie także krajowi branżowi oraz instytucjonalni.
- Występował brak lub niezadowalający wpływ kontroli zewnętrznej (w postaci rynków takich jak: finansowy, przejęć i towarów), z tego względu istotną okazała się silna kontrola wewnętrzna (rada nadzorcza).
- Zarówno umiejętności menedżerów, jak i technologie przedsiębiorstw były w Polsce przestarzałe, nieprzygotowane do zmierzenia się z wyzwaniem otwierających się rynków. Inwestorzy strategiczni, prócz kapitału, byli w stanie dostarczyć polskim spółkom publicznym bardziej zaawansowanej kultury zarządzania i wiedzy menedżerskiej oraz technologii.
- Wybór systemu miał współgrać z polityczno-gospodarczymi założeniami transformacji systemowej. W tym przypadku P. Kozarzewski uważa, że wybór pomiędzy rozwiązaniami oferowanymi przez oba systemy nie wydawał się tak oczywisty. Zrezygnowano z idei masowego uwłaszczenia obywateli propagowanej w systemie anglosaskim na rzecz bardziej partycypacyjnego charakteru systemu kontynentalnego, który kładzie nacisk na większą samorządność i udział w zarządzaniu spółką jej pracowników.
- Istniało niebezpieczeństwo, że kierownictwo prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych będzie opierało się zmianom w spółkach mogącym zagrozić ich interesom, co w konsekwencji mogło doprowadzić przedsiębiorstwa do strat i utrudniać ich rozwój. W takim wypadku silni inwestorzy strategiczni mogliby stanowić skuteczną przeciwwagę dla oportunistycznych zachowań menedżerów w ramach systemu kontynentalnego.

W tradycji systemu kontynentalnego podkreślony jest prymat legislacji, odrębnej od prawa precedensowego jako źródła prawa. W prawodawstwie kontynentalnym istnieje tradycja systematycznej, autorytatywnej kodyfikacji praw polegającej na jednorazowym połączeniu dużego zespołu przepisów prawnych w jednolity, usystematyzowany zbiór, na podstawie którego następuje interpretacja podstawowych norm danej gałęzi prawa⁹. Fundamentem systemu kontynentalnego jest więc prawo stanowione.

W krajach o kontynentalnym systemie prawa bardzo wysoka koncentracja własności, pozwala dużym akcjonariuszom na wykorzystywanie swojego prawa głosu w spółkach portfelowych w celu uzyskania prywatnych korzyści kosztem udziałowców mniejszościowych. Poważnym mankamentem tego systemu jest duże prawdopodobieństwo wystąpienia w spółce konfliktu pomiędzy akcjonariuszami dominującymi a mniejszościowymi. Akcjonariat instytucjonalny nie był wysoki w tych

9 R.L. Prosterman, T. Handstad, *op. cit.*, s. 9–10.

krajach na przełomie XX i XXI w. Czynniki takie jak: wysoka koncentracja własności, piramidalne struktury własności¹⁰ oraz słaba ochrona praw akcjonariuszy, zapobiegają powstawaniu warunków, w których inwestorzy instytucjonalni posiadaliby tak silną pozycję, aby byli zdolni do kontrolowania dominujących udziałowców (np. bogate rodziny założycielskie spółek, korporacje oraz państwo¹¹).

W tej sytuacji szerokie zaangażowanie w sprawy spółek przejawiają banki, często ze szkodą dla innych inwestorów instytucjonalnych. W konsekwencji, ci ostatni mogą podjąć się monitorowania działań menedżerów spółek portfelowych w celu łagodzenia konfliktu agencji lub zmówić się z dużymi akcjonariuszami w celu uzyskania korzyści kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Banki odgrywają ważną rolę w tym systemie, ponieważ mogą pełnić zarówno funkcję pożyczkodawcy, jak i udziałowca. W ten sposób, poprzez posiadanie wysokich udziałów w przedsiębiorstwach, mogą tworzyć grupy przedsiębiorstw takie jak np. holdingi w Niemczech czy *keiretsu*¹² w Japonii, działające w interesie banków. Zdolność banków do kontrolowania przedsiębiorstw jest wzmacniana przez relatywnie słabszą ochronę praw akcjonariuszy, niż ma to miejsce w systemie *common law*. Inwestorzy instytucjonalni mogą przeciwstawiać się dużym akcjonariuszom i uniknąć zмовy pomiędzy instytucją a dużymi udziałowcami lub pomiędzy innymi głównymi udziałowcami, ponieważ są pod stałą obserwacją regulatorów rynku¹³. W konsekwencji działanie tego typu może korzystnie wpływać na wartość spółki¹⁴.

3.1.3. Różnice w oddziaływaniu inwestora instytucjonalnego na spółkę portfelową – porównanie systemów *common law* i kontynentalnego

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na zakres władzy w gospodarce jest tradycja systemu prawnego¹⁵. L. Bottazzi, M. Da Rin oraz T. Hellmann¹⁶ uważają, że lepszym systemem dla inwestorów jest system *common law*, ponieważ cechuje się

10 Struktury piramidalne (holdingowe) to często stosowana metoda utrzymywania kontroli korporacyjnej w podmiotach wywodzących się z Europy kontynentalnej. Piramida definiowana jest jako struktura właścicielska, w której dominujący wspólnik sprawuje kontrolę nad spółką poprzez udziały posiadane w co najmniej jednej, innej spółce publicznej. L. Enriques, P. Volpin, *Reforms corporate governance in Europe kontynentalnej*, „Czasopismo HUK” 2007, nr 2.

11 P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *op. cit.*

12 Szerzej patrz: R. Morck, M. Nakamura, *Banks and Corporate Control in Japan*, „Journal of Finance” February 1999, Vol. 54, Iss. 1, s. 319–339.

13 W Polsce np. regulatorem rynku ubezpieczeń, emerytalnego, kapitałowego i usług bankowych jest Komisja Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl/index.html> [dostęp: 06.10.2016].

14 M. Jara-Bertin, F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, *op. cit.*

15 K. Zalega, *Wpływ nadzoru bankowego na sektor bankowy w świetle najnowszych badań*, „Bank i Kredyt” październik 2003, s. 50.

16 L. Bottazzi, M. Da Rin, T. Hellmann, *What Role...*, s. 2.

on większym zaangażowaniem inwestorów, gwarantuje im lepszą ochronę i umożliwia lepszy nadzór nad spółkami. Także R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes oraz A. Shleifer¹⁷ zauważają przewagę system anglosaskiego, zwracając uwagę na to, że oferuje on wysoką ochronę praw akcjonariuszom mniejszościowym.

Bazując na szerokich badaniach empirycznych, R. La Porta wykazał istnienie ścisłej, negatywnej korelacji, występującej pomiędzy poziomem koncentracji a poziomem ochrony praw inwestorskich. Zauważył, że im słabsza jest ochrona praw inwestorów, tym większy jest poziom koncentracji własności. Badania La Porty potwierdziły zatem niedomaganie systemu kontynentalnego w kwestii ochrony akcjonariuszy mniejszościowych¹⁸.

M. Jara-Bertin, F.J. López-Iturriaga oraz Ó. López-de-Foronda badali wpływ udziałowców instytucjonalnych na proces łagodzenia lub zaostrzania konfliktu interesów pomiędzy interesariuszami (*stakeholders*) w systemach prawnym *common law* oraz kontynentalnym¹⁹. Analiza została przeprowadzona na podstawie zidentyfikowania głównych rodzajów inwestorów instytucjonalnych oraz zbadania koncentracji władzy, jaką skupiają w swoich rękach instytucje. Autorzy odkryli, że w krajach z systemem *common law*, akcjonariat instytucjonalny wpływa pozytywnie na wartość spółek w sytuacji, gdy inwestorzy instytucjonalni posiadają w nich niewielki udział. W przypadku, gdy ich udział jest wysoki, może to negatywnie wpływać na wydajność spółki portfelowej. Przeciwną prawidłowość autorzy odnotowali w przypadku rynków funkcjonujących w obrębie prawa kontynentalnego. Zauważyli mianowicie, że w tym przypadku niewielki udział akcjonariusza instytucjonalnego w spółce wpływa niekorzystnie na jej wartość. Po zwiększeniu puli akcji, gdy instytucja staje się akcjonariuszem znaczącym, zaczyna ona jednak oddziaływać w pozytywny sposób na wartość danej spółki portfelowej²⁰.

R. Aggarwal, I. Erel, M.A. Ferreira oraz P. Matos²¹ zauważyli, że w pierwszej dekadzie XXI w. na świecie przeważa tendencja do prowadzenia działalności przez inwestorów instytucjonalnych w swoich systemach prawnych, czyli np. w kraju o systemie kontynentalnym przeważają instytucje powstałe w tym systemie. Może to świadczyć o trudności w dopasowaniu się inwestora utworzonego na zasadach jednego systemu w drugim, innymi słowy instytucja utworzona np. w systemie kontynentalnym może mieć trudności z dostosowaniem się do wymogów systemu anglosaskiego i odwrotnie, co wynika z odmienności wspomnianych systemów prawnych.

17 R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, s. 28, <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/docs/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Corp%20Ownership.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

18 R. La Porta i inni, *Law and Finance*, National Bureau of Economic Research Working Paper 5661, Cambridge, July 1996, <http://www.nber.org/papers/w5661.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

19 M. Jara-Bertin, F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, *op. cit.*

20 *Ibidem*.

21 R. Aggarwal i inni, *Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors*, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, Ohio 2010, s. 46, <https://fisher.osu.edu/supplements/10/9860/200908.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

Tabela 3. Różnice w oddziaływaniu inwestora instytucjonalnego na spółkę portfelową – porównanie systemów *common law* i kontynentalnego

System	<i>Common law</i>	Kontynentalny
Ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych	Wyższa	Niższa
Wpływ niskiego akcjonariatu instytucjonalnego na wartość spółki	Pozytywny	Negatywny
Wpływ wysokiego akcjonariatu instytucjonalnego na wartość spółki (instytucja akcjonariuszem dominującym)	Negatywny	Pozytywny

Źródło: opracowanie własne.

Z tabeli 3 można wywnioskować, że pomimo niższej ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych w systemie kontynentalnym, charakteryzuje się on tego rodzaju pozytywną cechą, iż wysoki akcjonariat instytucjonalny pozytywnie wpływa na wartość spółki. Należy jednak podkreślić, że prawidłowość taka zachodzi w takich krajach jak Niemcy i Japonia, gdzie inwestorzy instytucjonalni wchodzi z sobą w współzależne interakcje (holdingi, *keiretsu*) i gdzie oddziaływanie banków na giełdy jest silniejsze niż w Polsce. W przypadku Niemiec i Japonii prawidłowość zakomunikowana w tabeli 3 potwierdza wysuniętą w niniejszej monografii hipotezę, że inwestorzy instytucjonalni poszukują spółek z inwestorem dominującym, także wtedy, gdy jest nim inny inwestor instytucjonalny, ponieważ uważają, że z uwagi na posiadaną znaczną liczbę akcji będzie on dobrze nadzorował spółkę i wspomagał jej menedżerów, dzięki czemu wartość spółki będzie wzrastać. W interesie inwestora dominującego pozostaje sprawowanie należytego nadzoru nad spółką i jej menedżerami, ponieważ w przypadku dopuszczenia do zaniedbań w tej kwestii, inwestor dominujący naraża się na poniesienie wysokich strat finansowych wynikających ze spadku wartości spółki. Podobnie sprzedaż akcji nienależycie nadzorowanej spółki przechodzącej kryzys często jest wyjściem zbyt kosztownym dla inwestora, ponieważ może on sprzedać swoje udziały z wysoką stratą. Innymi słowy, nie będzie on mógł wyjść z inwestycji tak szybko i przy porównywalnie mniejszych ewentualnych stratach, jak inwestor mniejszościowy posiadający zdywersyfikowany portfel akcji.

Należy podkreślić, że różnice pomiędzy systemem prawnym *common law* a systemem kontynentalnym utrudniają, a niejednokrotnie uniemożliwiają mechaniczne przenoszenie niektórych rozwiązań pomiędzy tymi systemami. Pomimo tego, że w obydwóch prawodawstwach występuje organ spółki, który zapewnia bezpośrednią realizację funkcji właścicielskich pod postacią walnego zgromadzenia akcjonariuszy, to w przypadku organów nadzorczych bądź zarządczych występują różnice z racji istnienia dwóch odmiennych modeli: dualistycznego i monistycznego. Prowadzi to do sytuacji, w której nie można w łatwy

sposób przenosić pomiędzy nimi wielu rozwiązań i rekomendacji z kodeksów stworzonych w systemie *common law* na grunt przedsiębiorstw funkcjonujących w systemie kontynentalnym i na odwrót²².

3.2. Inwestorzy instytucjonalni a kodeksy dobrych praktyk

W dobie rozwoju rynków oraz stale wzrastającej ilości informacji niezbędnych do przetworzenia przez ich uczestników i nadzorców, prawo stanowione nie jest narzędziem wystarczającym, ponieważ władze nadzorcze nie są w stanie za jego pomocą na bieżąco nadążać z aktualizacją przepisów w pogoni za zmianami w ewoluujących rynkach. Zalecenia instytucji nadzorczych muszą ulegać zmianom, aby mogły odpowiadać aktualnym potrzebom uczestników rynków. Z jednej strony powinny być elastyczne w stopniu umożliwiającym im dostosowanie się do aktualnych wymagań poszczególnych państw, z drugiej zaś powinny zawierać zoptymalizowany wachlarz rekomendacji, dzięki którym istnieje możliwość unikania zagrożeń przez podmioty będące odbiorcami takich regulacji oraz wzrostu stabilizacji systemu prawnego i rynkowego. Powyższych rozwiązań dostarcza zastosowanie tzw. miękkiego prawa (*soft law*²³), czyli regulacji i samoregulacji środowiskowych dla danej grupy podmiotów, rynku lub branży w formie kodeksów dobrych praktyk, rekomendacji czy zaleceń.

Międzynarodowa Federacja Księgowych (*International Federation of Accountants*, IFAC) zdefiniowała kodeks dobrych praktyk jako „zasady, wartości, normy lub wzorce zachowań, umożliwiające podejmowanie decyzji i procedur w organizacji w sposób, który przyczynia się do dobrobytu jej kluczowych interesariuszy oraz szanuje prawa wszystkich składowych obejmujących jej działalność”²⁴. Należy podkreślić, że regulacje i samoregulacje środowiskowe mają jedynie doradczy charakter, pozostawiając dużą dowolność w kwestii ich wdrożenia, zarówno w przypadku objętych nimi podmiotów gospodarczych, jak i władzom państwowym. Instrumenty

22 J. Jeżak, *Ład...*, s. 267–268.

23 Istnieją pewne kontrowersje co do genezy terminu *soft law*. Najczęściej jego stworzenie jest przypisywane Arnoldowi McNair. R. Bierzanek, „Miękkie” prawo międzynarodowe, „Sprawy Międzynarodowe” 1987, nr 1, s. 92; W praktyce pojęcie *soft law* funkcjonuje w terminologii prawniczej co najmniej od lat 40. XX w. M. Bothe, *Legal and Non Legal Norms: A Meaningful Distinction in International Relations*, „Netherlands Yearbook of International Law” 1980, s. 70–75.

24 International Federation of Accountants, *Defining and Developing an Effective Code of Conduct*, Exposure Draft, September 2006, s. 5.

soft law nie posiadają mocy prawnej i brakuje formalnie określonych sankcji za ich nieprzestrzeganie. Pomimo tego podmioty, do których są skierowane z reguły stosują się do wysuwanych za ich pomocą zaleceń. Ewentualne sankcje za nieprzestrzeganie regulacji środowiskowych dla danego podmiotu wyznacza rynek w postaci spadku zaufania inwestorów lub wycofania się kapitałodawców.

W przypadku regulacji środowiskowych zakłada się, że inwestorzy są w stanie motywować adresatów dobrych praktyk do ich przestrzegania, za pomocą wyższej bądź niższej wyceny emitowanych akcji. Miękkie prawo w postaci kodeksów ma do spełnienia szereg funkcji istotnych dla inwestora instytucjonalnego. Jego zadaniem jest wzmacnianie ochrony inwestorów na rynku kapitałowym. Regulacje środowiskowe są instrumentem samoregulacji rynku, ponieważ jego uczestnicy biorą udział w tworzeniu kodeksów i mają realny wpływ na ich zapisy. Sytuacja taka pozwala na przetestowanie i zweryfikowanie nowych rozwiązań, przed wprowadzeniem ich do prawa twardego. Informacja o stosowaniu kodeksów dobrych praktyk jest istotnym sygnałem dla inwestorów w kwestii stabilności i przewidywalności danego rynku. Pozwala ona na dokonanie wiarygodnej oceny danej spółki w kwestii przestrzegania przez nią zasad ładu korporacyjnego.

Zbiory dobrych praktyk korporacyjnych nie są normami konwencjonalnymi, które po podpisaniu oraz ratyfikacji przez państwa członkowskie stałyby się częścią ich porządku prawnego. Jest to przykład miękkiego prawa, do którego zaliczają się wszystkie regulacje środowiskowe opisane w niniejszym rozdziale. Ich cechą wspólną jest to, że zachęcają swoich odbiorców do przestrzegania proponowanych rekomendacji. Jeśli jednak dany inwestor nie zamierza wypełniać wybranych lub wszystkich zapisów danego kodeksu, dobrze widziane jest przestrzeganie zasady „stosuj się albo wyjaśnij, dlaczego się nie stosujesz” (*comply or explain*).

3.2.1. Zasady nadzoru korporacyjnego OECD

Zasady Nadzoru Korporacyjnego Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (*Organisation for Economic Co-operation and Development*, OECD) zostały uchwalone w maju 1999 r. przez reprezentantów 29 państw członkowskich OECD. Przed tym wydarzeniem treść dokumentu została poddana rocznym konsultacjom z organizacjami zajmującymi się monitoringiem rozwoju praktyk związanych z nadzorem korporacyjnym i wybranymi uczestnikami rynków finansowych. Zasady OECD zostały następnie przedstawione na szczycie państw G7 w czerwcu 1999 r. w Kolonii. Rekomendacje zawarte w dokumencie zostały uznane za główne wytyczne w kwestii ładu korporacyjnego przez wiele państw i organizacji międzynarodowych, w tym Organizację Narodów Zjednoczonych oraz Bank Światowy²⁵.

25 T. Mendel, A. Ignyś, *Współczesne koncepcje nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 27.

W roku 2004 weszła w życie poprawiona wersja dokumentu. Zaktualizowana wersja Zasad OECD²⁶, uwzględniająca zmiany, które zaszły od roku 1999 w kwestii nadzoru korporacyjnego, została przyjęta przez państwa członkowskie organizacji 22 kwietnia 2004 r. Dokument został przyjęty przez Forum Stabilności Finansowej (*Financial Stability Forum*, FSF²⁷). Zasady OECD, określając prawa wspólników lub akcjonariuszy i najważniejsze funkcje właścicielskie, precyzują zalecenia w tych kwestiach także dla grupy inwestorów określanych wspólnym mianem inwestorów instytucjonalnych.

W Zasadach OECD zwrócono uwagę, że na niektórych rynkach, wpływu na procesy nadzoru korporacyjnego domagają się w coraz większym stopniu inwestorzy instytucjonalni, którzy występują z pozycji właścicieli kapitału²⁸. OECD stwierdza, że ramy nadzoru korporacyjnego powinny zarówno chronić prawa wspólników/akcjonariuszy, jak i umożliwić im wykonywanie tych praw. Podkreślono, że w regulacjach narodowych powinny zostać wprowadzone ułatwienia odnośnie wykonywania praw własności przez wszystkich wspólników lub akcjonariuszy, także przez inwestorów instytucjonalnych. Nie jest zamiarem dokumentu zalecanie inwestorom jakichkolwiek szczegółowych strategii inwestycyjnych, ale uwypuklenie tego, że wielu inwestorów rozważając koszty i korzyści wynikające z tytułu ich praw własności, zauważa, że uzyskanie wzrostu finansowego przedsiębiorstwa, jak i wysokich dochodów przez inwestorów może zależeć od optymalizacji czasu poświęconego analizie wykonywania ich praw.

OECD zaleca, aby inwestorzy instytucjonalni, działający jako instytucje zaufania publicznego, ujawniali stosowane przez siebie zasady nadzoru korporacyjnego oraz procedury głosowania związane z inwestycjami, w które inwestorzy ci są zaangażowani. Ujawnione powinny zostać także procedury stosowane w przypadku podejmowania decyzji o sposobie wykonywania przez inwestora instytucjonalnego swoich praw związanych z posiadaniem akcji. Wprowadzono założenie, że inwestorzy instytucjonalni coraz częściej są posiadaczami udziałów bądź akcji. Stąd zarówno efektywność, jak i wiarygodność całego systemu nadzoru korporacyjnego oraz nadzoru nad spółkami, będą w wysokim stopniu zależeć od poczynań inwestorów instytucjonalnych w kwestii wykorzystywania przez nich swoich praw wspólnika lub akcjonariusza i od skuteczności wykonywania swoich funkcji właścicielskich w spółkach, które są przedmiotem ich inwestycji. Dokument nie nakłada na inwestora instytucjonalnego obowiązku głosowania swoimi akcjami,

26 *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 2004.

27 Organizacja została założona przez grupę państw G-7 w roku 1999. Na szczycie państw G-20 w Londynie w roku 2009, FSF zostało przemianowane na *Financial Stability Board* (FSB). FSB obejmuje także członków G-20, którzy nie należeli do FSF. Działania FSB zmierzają w kierunku promowania stabilności finansowej wśród jej państw członkowskich, <http://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm> [dostęp: 06.10.2016].

28 *Zasady nadzoru...*

a jedynie wymaga, aby ujawniał informacje, w jaki sposób wykonuje swoje prawa właścicielskie. Wiadomości te powinny uwzględniać uzyskane wyniki w stosunku do poniesionych nakładów. W przypadku inwestorów działających jako instytucje zaufania publicznego²⁹, prawo głosu może być rozumiane jako część wartości inwestycji, która została rozpoczęta w imieniu klientów. Niemożność zrealizowania swojego prawa do głosu przez inwestora instytucjonalnego może doprowadzić do sytuacji, w której poniesie on stratę, a w konsekwencji odniosą ją także jego klienci.

Dokument zwraca uwagę na to, że w wielu państwach występuje wysokie zapotrzebowanie na ujawnienie polityki nadzoru korporacyjnego stosowanej przez inwestorów instytucjonalnych. Zapotrzebowanie to odnosi się głównie do takich aspektów działalności instytucji, w ramach nadzoru nad spółką, jak: przedstawienie jasnych strategii inwestorów instytucjonalnych w zakresie okoliczności, w których podejmą się interwencje w sprawy spółki, sposobu przeprowadzenia takiej interwencji i oceny skuteczności zaaprobowanej strategii. Podkreślono, że w niektórych państwach wymaga się od inwestorów instytucjonalnych ujawnienia swoim klientom dokumentów świadczących o sposobie ich głosowania. Jeśli instytucja tego nie uczyni, dobrze widziane jest przestrzeganie zasady *comply or explain*.

W Zasadach OECD zwrócono uwagę na potrzebę nawiązania stałego dialogu pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a spółkami portfelowymi. Dokument rekomenduje przeprowadzanie działań mających na celu zachęcanie inwestorów instytucjonalnych oraz spółki do tego rodzaju dialogu, co powinno się odbywać przede wszystkim za pomocą znoszenia barier regulacyjnych. Zaznaczono jednocześnie, że obowiązkiem spółki jest równe traktowanie wszystkich inwestorów i zakaz udzielania inwestorom instytucjonalnym informacji, które w danej chwili nie zostały jeszcze udostępnione rynkowi. Dodatkowe informacje, które są udzielane instytucji przez spółkę we wspomnianym dialogu, dotyczą zwykle podstawowych faktów o rynkach, na których dana spółka działa. Spółki poszerzają w takim dialogu z inwestorem instytucjonalnym zakres informacji, które zostały uprzednio udostępnione rynkowi. Konieczne jest przeznaczenie przez inwestora instytucjonalnego odpowiednich środków finansowych i zasobów ludzkich w celu opracowania, ujawnienia i dbania o skuteczność realizacji jego polityki nadzoru korporacyjnego. Zasady OECD zawierają także zapis, że inwestorzy instytucjonalni, działający jako instytucje zaufania publicznego, są zobowiązani do ujawniania wybieranych przez siebie sposobów rozwiązywania konfliktów interesów, w szczególności takich, które mogą mieć wpływ na wykonywanie kluczowych praw własności dotyczących ich inwestycji.

W pewnych warunkach mogą występować różnice pomiędzy zachętami dla właścicieli pośrednich (*intermediary owners*), by głosowali swoimi akcjami i korzystali z najważniejszych funkcji właścicielskich a zachętami dla właścicieli bezpośrednich (*direct owners*). Z jednej strony różnice te mogą posiadać zdrowe

²⁹ Takie jak: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne bądź niektóre rodzaje działalności firm ubezpieczeniowych.

podstawy biznesowe, z drugiej jednak mogą wynikać z konfliktu interesów, który może przejawiać szczególnie skrajne formy w przypadku, gdy inwestor instytucjonalny będący instytucją zaufania publicznego, jest spółką zależną bądź oddziałem innej instytucji finansowej. W przypadku, gdy przyczyną konfliktu interesów są istotne związki natury biznesowej³⁰, powinny one ulec identyfikacji i ujawnieniu. Inwestorzy instytucjonalni powinni w takim razie ujawnić także, jakie podjęli działania³¹ w celu ograniczenia potencjalnie negatywnego wpływu konfliktu na możliwość wykonywania przez nich swoich najistotniejszych praw właścicielskich.

W dokumencie dalej zauważono, że wszyscy wspólnicy/akcjonariusze, także instytucjonalni, powinni posiadać prawo do prowadzenia między sobą konsultacji, dotyczących kwestii powiązanych z ich podstawowymi prawami przysługującymi im jako wspólnikom lub akcjonariuszom danego przedsiębiorstwa lub spółki. Wspomniane prawa zostały określone w Zasadach OECD. Założono jednak, że prawo do konsultacji może zostać w pewnych przypadkach ograniczone, w celu zapobieżenia ich nadużywaniu.

W spółkach z rozproszonym akcjonariatem występują zbyt wysokie koszty monitorowania ich wyników, co stanowi barierę dla takich działań dla inwestorów indywidualnych. Dodatkowo, w przypadku podjęcia tego typu działań przez część udziałowców, zyskują także ci, którzy nie ponieśli na ten cel wkładów. Są to akcjonariusze określane mianem „pasażerów na gapę” (*free riders*). Bariera kosztów nie jest tak istotna z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych, ale także oni rezygnują z wydatkowania środków na monitoring spółek portfelowych, ponieważ niejednokrotnie monitorowanie wielu spółek, przy wysokiej dywersyfikacji portfela przekracza ich możliwości lub w przypadku chęci monitorowania wybranych spółek, wymagałoby to od nich przejęcia większego pakietu ich akcji niż byłoby to rozsądne z ekonomicznego punktu widzenia. Przy nieopłacalności i nieefektywności monitorowania jedynie wybranych spółek portfelowych, instytucje skłaniają się ku maksymalizacji dywersyfikacji portfela. Zasady OECD rekomendują dla inwestorów instytucjonalnych jako działania zapobiegające dywersyfikacji, przy której kontrola nad spółką słabnie i nie jest tak istotna, jak w przypadku, gdy posiada się udziały w kilku spółkach³², takie możliwości działania, jak³³:

30 Takie jak umowa o zarządzaniu funduszami spółki portfelowej.

31 Tego typu działaniem może np. być rozdział premii za zarządzanie funduszem od takich, które są związane z przejmowaniem innych firm przez inną część organizacji.

32 Gdy posiadamy w portfelu jedynie kilka spółek, nadzór nad nimi i pozyskiwanie informacji na temat ich kondycji jest istotny, aby w porę zorientować się w ewentualnych kłopotach danej spółki i sprzedać jej akcje lub wymóc na jej menedżerach działania naprawcze. W przypadku, gdy posiadamy wysoce zdywersyfikowany portfel spółek, nadzór nad nimi i ich aktualna sytuacja wewnętrzna nie absorbuje nas tak bardzo. Z jednej strony aby efektywnie sprawować nadzór trzeba by było przeznaczyć na takie działania środki nieadekwatne do ewentualnych korzyści. Poza tym, nawet przy braku realnego nadzoru, przy kłopotach w jednej lub kilku na kilkadziesiąt spółek nie poniesiemy dużej straty. Bardziej będzie się opłacało sprzedać udziały w podupadających spółkach, niż angażować się w proces ich naprawy.

33 *Zasady nadzoru...*, s. 41.

- przeprowadzenie bezpośrednich rozmów ze spółką,
- wprowadzenia dodatkowych punktów do porządku obrad,
- współpraca i koordynacja w zakresie nominowania i wyboru członków rady nadzorczej,
- możliwość porozumienia się akcjonariuszy pomiędzy sobą, bez konieczności przestrzegania formalności w związku z tzw. *proxy solicitation*, czyli gromadzeniem poparcia innych akcjonariuszy dla proponowanych przez siebie uchwał na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

W dokumencie zwrócono uwagę na zagrożenia dla ładu korporacyjnego, które mogą wynikać z nadużycia przez inwestorów prawa do konsultacji, które mogą być wykorzystywane do objęcia kontroli nad spółką przy obejściu przepisów regulujących jej przejęcie lub manipulacji rynkiem. Poza tym współpraca w ramach konsultacji może zostać wykorzystana do obejścia prawa o konkurencji. Z racji możliwości zaistnienia powyższych zdarzeń, porozumienia akcjonariuszy mogą podlegać ścisłemu nadzorowi. W wielu państwach współpraca inwestorów instytucjonalnych w zakresie strategii głosowania ulega ograniczaniu lub jest zabraniana. W przypadku, gdy współpraca inwestorów nie dotyczy bezpośrednio kwestii związanych z nadzorem korporacyjnym bądź nie przeczy zasadom gry rynkowej, może się to przekładać na korzyści wynikające z szerszego i efektywniejszego wykonywania praw właścicielskich. Państwa wykorzystujące Zasady OECD jako narzędzie do poprawy ładu korporacyjnego mogą wprowadzić obowiązek ujawniania zasad współpracy inwestorów oraz przepisy czasowego wstrzymania obrotu akcjami, mające na celu uniemożliwienie dokonania manipulacji rynkowych opracowanych i wcielanych w życie przez porozumiewających się w tej kwestii inwestorów.

Zasady OECD zostały sformułowane na tyle ogólnie, aby można było dopasować je do odmiennych modeli funkcjonowania spółek i inwestorów na rynkach państw, które przyjęły dokument i działają w celu inkorporacji jego zaleceń do prawodawstwa krajowego. Większa lub mniejsza odmienność modeli ładu korporacyjnego w poszczególnych państwach wynika z obyczaju społecznego i wzorców kulturowych, natomiast regulacje prawne mają tutaj charakter wtórny. W odniesieniu do polskich doświadczeń w doskonaleniu ładu korporacyjnego, Zasady OECD mogą stanowić podstawę do wykształcania się i doskonalenia dobrych praktyk. Jest to szczególnie istotne w aktualnej sytuacji w kraju, w której słabość mechanizmów nadzoru korporacyjnego nie wynika ze słabości regulacji prawnych, ale raczej z niewydolnego systemu egzekwowania prawa oraz z nieprzestrzegania standardów dobrej praktyki³⁴.

Inwestorzy instytucjonalni w Polsce są zainteresowani stopniem przestrzegania rekomendacji OECD przez spółki, które są lub będą celem ich inwestycji. Ocena

34 T. Kulesza, *Nadzór korporacyjny a zarządzanie spółką kapitałową*, LexisNexis, Warszawa 2002, s. 70–71.

skuteczności wdrażania dobrych praktyk korporacyjnych przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie prowadzi Kapituła Ratingu Inwestorów Instytucjonalnych (KRII), która funkcjonuje od roku 2003 przy Polskim Instytucie Dyrektorów (PID) z siedzibą w Warszawie. W skład kapituły wchodzi przedstawiciele działających w Polsce inwestorów instytucjonalnych, którzy w procesie oceny spółek posilkują się Zasadami OECD oraz opracowaniami agencji ratingowej *Standard & Poor's*. Wzorując się na zasadach ocen spółek w dokumencie OECD, Kapituła przyjęła 12 kryteriów oceny, które zostały podzielone na cztery obszary³⁵. W ramach każdego kryterium spółka może zostać oceniona w skali od +5 do -5. Zero jest oceną neutralną. Punktacja dodatnia świadczy o przestrzeganiu przez spółkę zaleceń OECD dotyczących ładu korporacyjnego. Punktacja ujemna może być traktowana jako ostrzeżenie dla inwestorów instytucjonalnych przed zakupem akcji takiej spółki³⁶.

W ramach obszaru pierwszego ocenianego przez KRII brana jest pod uwagę struktura właścicielska spółki, w tym jej przejrzystość oraz wpływ dominujących właścicieli i stopień koncentracji własności. Drugi obszar skoncentrowany jest na analizie funkcjonowania walnego zgromadzenia akcjonariuszy oraz relacjach pomiędzy akcjonariuszami a innymi grupami interesów. Badane są w tym przypadku prawa właścicieli, głosowania i procedury na walnych zgromadzeniach oraz stwierdza się czy akcjonariusze są równo traktowani na walnych zgromadzeniach. W ramach obszaru trzeciego, KRII przygląda się przejrzystości finansowej i dostępności do informacji w ocenianej spółce. Brane pod uwagę są tu takie kwestie jak: terminowość oraz dostępność ujawnianej informacji, status audytora badającego sprawozdania finansowe spółki i jego niezależność, a także rodzaj informacji udostępnianych przez spółkę i ich jakość. W ostatniej grupie wyodrębniono noty przyznawane radzie nadzorczej, ze względu na procesy w niej zachodzące i jej strukturę. Punkty są przyznawane za strukturę rady nadzorczej, jej skład, rolę jaką pełni w spółce oraz efektywność działań tego organu. W obszarze czwartym ocenie podlegają zasady wynagradzania zarządu spółki oraz funkcjonowanie i rola niezależnych członków rady nadzorczej³⁷.

Zasady OECD mogą być postrzegane jako wzorzec dla instytucji i krajowych legislatorów zajmujących się regulacjami odnośnie nadzoru korporacyjnego, którzy mogą przyjąć rozwiązania w pewnym stopniu odmienne od tych sugerowanych przez dokument, motywując to uwarunkowaniami kulturowymi i społecznymi³⁸.

35 J. Jeżak, *Ład...*, s. 264.

36 Spółka Godna Zaufania 2006, Koelner SA 2006-05-26, <http://web.archive.org/web/20100813122443/http://www.koelner.se/c?lang=pl&mod=company&c=1&p1=awards&p3=4> [dostęp: 06.10.2016].

37 J. Jeżak, *Ład...*, s. 264.

38 K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 64.

3.2.2. Kodeks *International Corporate Governance Network*

International Corporate Governance Network (ICGN) został założony w 1995 roku z inicjatywy dużych inwestorów instytucjonalnych, pośredników finansowych, przedsiębiorstw, naukowców i wielu innych stron, zainteresowanych rozwojem globalnych praktyk nadzoru korporacyjnego³⁹. Pierwszy dokument opracowany przez organizację nosił nazwę: „Oświadczenie na temat globalnych zasad nadzoru korporacyjnego” i został przyjęty 9 lipca 1999 r. ICGN powoływała się w nim na Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD, stwierdzając, że stanowią one niezbędne minimum (*minimum acceptable standards*) zarówno dla inwestorów, jak i spółek⁴⁰.

Kolejny projekt kodeksu ICGN został opublikowany 5 czerwca 2009 r. Następnie został przekazany członkom organizacji, w celu wyrażenia opinii o dokumencie i przeprowadzenia konsultacji. W listopadzie 2009 r. opublikowano poprawioną wersję dokumentu, uwzględniającą sugestie członków ICGN.

Jednym z głównych celów dokumentu jest ułatwienie międzynarodowego dialogu na temat kwestii, uznawanych za istotne z punktu widzenia inwestorów. Organizacja stoi na stanowisku, że wysokie standardy ładu korporacyjnego, zawierające w sobie skuteczny dialog pomiędzy przedsiębiorstwami i ich akcjonariuszami, są koniecznym warunkiem dla istnienia konkurencji oraz prosperującej gospodarki. W kodeksie stwierdzono, że w interesie publicznym leży wspieranie i włączanie akcjonariuszy w proces zarządzania w spółkach, w których są oni udziałowcami⁴¹.

W punkcie 8.3.8. kodeksu poruszono kwestie związane z konsultacjami pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi. Wskazano, że inwestorzy ci nie powinni napotykać na bariery regulacyjne w kwestii dyskusji dotyczących przyszłych decyzji odnośnie do głosowania lub innych podstawowych praw akcjonariuszy. Regulacje dotyczące przejęć spółek nie powinny powstrzymywać ich aktualnych właścicieli przed dzieleniem pomiędzy sobą punktu widzenia na sprawy przedsiębiorstw, w których mają wspólne interesy. Rekomendacje w stosunku do obowiązków akcjonariuszy obrazuje punkt 9 kodeksu. Powinni oni działać w sposób odpowiedzialny, zoptymalizowany pod kątem długoterminowego tworzenia wartości. Udziałowcy instytucjonalni powinni być świadomi swojej odpowiedzialności za generowanie długoterminowej wartości w imieniu swoich beneficjentów, takich jak emeryci i oszczędzający. Inwestorzy instytucjonalni powinni być zawsze gotowi do podjęcia dialogu, wszędzie tam, gdzie jest to możliwe z innymi akcjonariuszami, w celu powszechnego porozumienia w sprawie celów współpracy.

39 ICGN *Statement on Global Corporate Governance Principles – Revised 2009*, http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/global_principles/icgn_global_corporate_governance_principles-_revised_2009.pdf [dostęp: 06.10.2016].

40 T. Mendel, A. Ignyś, *op. cit.*, s. 32.

41 ICGN *Global Corporate Governance Principles...*, s. 2.

Fundusze emerytalne i inne podmioty korzystające z usług pośredników zarządzających aktywami, powinni nalegać, aby przeznaczali oni wystarczające zasoby i dokładali należytych starań do analizy procesu zarządzania aktywami i zaangażowania gwarantującego wzrost wartości aktywów w długim terminie. Inwestorzy instytucjonalni powinni publicznie ujawniać stosowane przez siebie praktyki i polityki w kwestii głosowania. Powinni także zdawać sobie sprawę, że tracą prawo do głosu z pożyczanych akcji. W celu odzyskania przez właściciela akcji głosów na nie przypadających, musi on odzyskać te papiery wartościowe. Istotne jest również monitorowanie pożyczek papierów wartościowych, związanych z krótką sprzedażą (*short selling*⁴²).

IGCN zachęca inwestorów instytucjonalnych, działających na głównych rynkach do rozwoju lokalnych zasad ładu korporacyjnego, które mogą być wdrażane na podstawie zasady *comply or explain*, w celu dalszego promowania odpowiedzialności i przejrzystości w łańcuchu inwestycyjnym. W kodeksie zaproponowano inwestorom instytucjonalnym, aby rozważyli ustanowienie swojego własnego wewnętrznego kodeksu nadzoru korporacyjnego, zapewniającego właściwy wgląd w ich zarządzanie, ułatwiającego rozwiązywanie konfliktów interesów i działającego w interesie ich beneficjentów.

3.2.3. Code on the Responsibilities of Institutional Investors

Code on the Responsibilities of Institutional Investors został sporządzony przez *Institutional Shareholders' Committee* (ISC obecnie IIC) 16 listopada 2009 r.⁴³ Kodeks obejmuje swoimi rekomendacjami zarówno grupę inwestorów instytucjonalnych, jak i podmioty działające w charakterze ich pośredników. Celem dokumentu jest podniesienie jakości dialogu instytucji ze spółkami w dążeniu do wzrostu długoterminowych zysków osiągniętych przez akcjonariuszy, a także zmniejszenie ryzyka występowania niekorzystnych efektów w wyniku podejmowania złych decyzji strategicznych. Kodeks w swoich założeniach powinien pełnić funkcję pożytecznego narzędzia w efektywnym wykonywaniu obowiązków wynikających z potrzeby zachowania i ciągłego udoskonalania systemu nadzoru korporacyjnego. Kodeks określa najlepsze praktyki dla inwestorów instytucjonalnych, którzy zdecydują się na zaangażowanie w sprawy spółek, w które inwestują. Nie zabiera głosu w sprawach zarządzania udziałami w poszczególnych spółkach z portfela, w przypadku,

42 Krótka sprzedaż to rodzaj strategii inwestycyjnej, która polega na sprzedaży papierów wartościowych, pomimo tego, że inwestor ich nie posiada. Dokonując transakcji krótkiej sprzedaży, można w ogóle nie posiadać danych papierów wartościowych. Zazwyczaj jednak dopuszcza się sprzedaż tylko tych akcji, które zostały wcześniej pożyczone.

43 *Institutional Shareholders Committee* zmienił nazwę 18 maja 2011 r. na *Institutional Investor Committee* (IIC).

gdy instytucja zdecyduje się na sprzedaż udziałów w danym przedsiębiorstwie, uznając takie rozwiązanie za optymalne z punktu widzenia bilansu zysków i strat związanych z dalszym posiadaniem papierów wartościowych danej spółki. Kodeks ma zastosowanie w stosunku do inwestorów instytucjonalnych na podstawie zasady *comply or explain*.

Instytucje, które zdecydują się wdrożyć zalecenia kodeksu, powinny przedłożyć IIC oświadczenie, w którym przedstawia, w jakim stopniu realizują zapisy kodeksu w praktyce lub jakie kroki podejmą, aby wprowadzić je w życie. W kodeksie zaznaczono, że obowiązkiem inwestorów instytucjonalnych jest dbanie o interesy swoich beneficjentów i klientów. W dokumencie opublikowano siedem zasad, którymi powinni kierować się inwestorzy instytucjonalni.

Zasada pierwsza stanowi, że inwestorzy instytucjonalni powinni publicznie ujawniać swoją politykę odnośnie do sposobu wypełniania należących do nich obowiązków zarządczych nad spółkami portfelowymi. W kodeksie zaproponowano, aby odpowiedzieć na pytanie o sposób monitorowania spółek portfelowych i rodzaj strategii ewentualnej ingerencji. Skuteczność monitorowania można podnieść dzięki doraźnemu, aktywnemu dialogowi pomiędzy inwestorem instytucjonalnym a menedżerami spółki. Należy zwrócić uwagę na warunki wewnętrzne panujące w spółkach, w tym także na sposób, w jaki zarządzanie spółkami portfelowymi wpływa na szerszy proces inwestycyjny inwestorów instytucjonalnych. Zasada pierwsza określa także, że należy zwrócić uwagę na politykę głosowania i sposób wykorzystania głosowania przez pośredników (*proxy voting*) i innych usług doradczych związanych z głosowaniem, w tym informacje na temat tego, w jaki sposób są one wykorzystywane. Inwestorzy instytucjonalni powinni przyrzec się bliżej kwestii ich polityki składania wyjaśnień, np. w przypadku działania *comply or explain* w zgodzie z zapisami *Combined Code*⁴⁴.

Zasada druga stanowi, że inwestorzy instytucjonalni powinni mieć opracowaną i wdrożoną politykę zarządzania konfliktami interesów, powstającymi w procesie nadzoru nad spółkami portfelowymi. Konflikty takie zachodzą nieuchronnie z różną częstotliwością. Polityka instytucji w kwestii ich rozwiązywania powinna być publicznie ujawniana. Obowiązkiem inwestorów instytucjonalnych jest działanie w imieniu wszystkich klientów i beneficjentów przy rozpatrywaniu spraw związanych z zaangażowaniem w sprawy spółki i kwestiami głosowań na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

44 *Combined Code* to dawna nazwa kodeksu nadzoru korporacyjnego dla brytyjskich firm. Nowa wersja dokumentu nosi nazwę *UK Corporate Governance Code* i została opublikowana we wrześniu 2012 r. i ma zastosowanie dla okresów sprawozdawczych, rozpoczynających się 1 października 2012. Nowy kodeks powstał jako odpowiedź na światowy kryzys finansowy, zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych w roku 2007 przez zapaść na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx>, <http://corporategovernanceoup.wordpress.com/tag/combined-code/> [dostęp: 06.10.2016].

Według zasady trzeciej, inwestorzy instytucjonalni muszą monitorować swoje spółki portfelowe. Monitoring powinien być prowadzony, ponieważ dzięki niemu istnieje możliwość dokładnego określenia momentu, w którym niezbędne okazuje się podjęcie aktywnego dialogu z zarządem spółki, celem zwrócenia uwagi na jej pogarszającą się kondycję finansową i zaproponowanie ewentualnych działań naprawczych. W kodeksie zaproponowano, aby monitoring był regularny i podlegał okresowej kontroli pod względem jego skuteczności, polegającej na sprawdzeniu efektywności menedżerów w zarządzaniu spółką portfelową, jak i ocenie sprawowania nadzoru przez dyrektorów niezależnych oraz dbaniu o jasną ścieżkę audytu. Instytucje powinny dążyć do identyfikacji problemów we wczesnych stadiach, by zminimalizować utratę wartości dla akcjonariuszy. Jeśli mają wątpliwości, powinny upewnić się, że stosowni członkowie zarządu spółki portfelowej są tego świadomi i także zdają sobie sprawę z ewentualnych konsekwencji danego problemu. Inwestorzy instytucjonalni mogą nie życzyć sobie pełnienia funkcji *insidera*. Oczekują więc, że spółki portfelowe nie będą im przekazywać informacji, mogących wpłynąć na zdolność instytucji do zarządzania akcjami danej spółki bez ich zgody⁴⁵.

Zasada czwarta stanowi, że inwestorzy instytucjonalni powinni ustanowić jasne wytyczne odnośnie do sytuacji, w których będą eskalować swoje działania jako metodę ochrony i poprawy wartości dla akcjonariuszy. Instytucje powinny określić jasne zasady, według których będą aktywnie interweniować w sprawy spółek portfelowych i powinny regularnie szacować wyniki takich działań. Interwencje powinny być brane pod uwagę, niezależnie od tego, czy inwestor przestrzega aktywnej czy pasywnej polityki inwestycyjnej. Sytuacje, w których inwestorzy instytucjonalni mogą dążyć do interwencji mają miejsce, gdy instytucje obawiają się o wydajność i strategię spółki, sposób w jaki jest ona zarządzana przez menedżerów czy jej podejściu do ryzyka w kwestiach środowiskowych lub społecznych.

Kodeks zakłada, że wstępne rozmowy w przypadku ewentualnej interwencji inwestora instytucjonalnego powinny odbywać się na zasadach poufności. Jeśli jednak zarząd spółki nie zareaguje konstruktywnie w celu wyeliminowania zdarzenia, będącego podstawą interwencji, to instytucje mogą eskalować swoje działania poprzez:

- zarządzanie dodatkowych spotkań z menedżerami spółki w celu określenia zdarzenia skutkującego daną interwencją,
- wyrażanie obaw poprzez doradców przedsiębiorstwa,
- spotkanie z prezesem, dyrektorem niezależnym lub wszystkimi dyrektorami niezależnymi,

45 Chodzi zapewne o ograniczenie szumu informacyjnego, w przypadku inwestora instytucjonalnego, który stosuje wysoką dywersyfikację portfela i nie jest w stanie zajmować się sprawami wszystkich spółek, w których posiada udziały.

- interwencję wspólnie z innymi instytucjami w kwestii konkretnych zagadnień,
- wystosowanie publicznego oświadczenia przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy i nadzwyczajnym walnym zgromadzeniem akcjonariuszy,
- składanie uchwał na posiedzeniach akcjonariuszy,
- zwołanie nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, na którym można dokonać zmiany rady dyrektorów.

Zasada piąta stwierdza, że inwestorzy instytucjonalni powinni być gotowi do działania wspólnie z innymi inwestorami. Zostało podkreślone, że tego typu współpraca może stać się jedną z najbardziej efektywnych form zaangażowania instytucji w spółkę. Może być ona szczególnie owocna w okresie stresu gospodarczego w spółce lub gdy ryzyko, na jakie jest narażone przedsiębiorstwo, zagraża jego zdolności do dalszego funkcjonowania. Kodeks zakłada, że inwestorzy instytucjonalni powinni ujawnić swoją politykę odnośnie do wspomnianych aktów zbiorowego zaangażowania w sprawy spółki portfelowej, wraz z innymi jej udziałowcami. Instytucje są zobowiązane w przypadku takiej współpracy do troski o przestrzeganie polityki dotyczącej zapobiegania konfliktom interesów oraz ochrony informacji poufnych.

Jasna polityka w kwestii głosowania i ujawniania aktywności w głosowaniu są przedmiotem zaleceń zasady szóstej kodeksu. Inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć do głosowania wszystkimi posiadanymi akcjami oraz nie powinni automatycznie wspierać rady dyrektorów swoimi głosami. W przypadku, gdy inwestorowi instytucjonalnemu nie udało się przeforsować swojego stanowiska w danej sprawie poprzez aktywny dialog z menedżerami, powinien wstrzymać się od głosu lub głosować przeciwko uchwale. Dobrą praktyką dla obydwóch powyższych rozwiązań jest poinformowanie spółki o swoich intencjach i przedstawienie uzasadnienia podjętych działań. Po głosowaniu, inwestorzy instytucjonalni powinni publicznie ujawnić zapis swojego głosowania. Jeśli tego nie zrobią, zaleca się, aby wyjaśnili, dlaczego nie zamierzają ujawnić tych informacji.

Ostatnia, siódma, zasada stanowi, że inwestorzy instytucjonalni powinni okresowo raportować o prowadzonej przez nich działalności i udziału w głosowaniach. Te z instytucji, które działają jako agenci, powinny regularnie informować swoich klientów, w jaki sposób wypełniają swoje obowiązki. Sprawozdania mogą zawierać zarówno informacje ilościowe, jak i jakościowe. Przekazywanie szczegółowych informacji powinno być przedmiotem porozumienia pomiędzy agentami a ich pryncypałami. Z jednej strony raporty powinny być przejrzyste, z drugiej zaś w wielu sytuacjach poufność jest lepszym rozwiązaniem, umożliwiającym osiągnięcie pozytywnych wyników. Raporty powinny być tworzone przynajmniej raz do roku przez inwestorów, którzy działają jako pryncypałowicze bądź reprezentują interesy inwestora końcowego.

3.2.4. UK Stewardship Code

Najnowszy chronologicznie brytyjski kodeks dobrych praktyk dla inwestorów instytucjonalnych powstał w 2010 roku, a we wrześniu 2012 r. dodano do niego poprawki. W 2010 roku *Financial Reporting Council* opublikowała pierwszą wersję *UK Stewardship Code*⁴⁶, który jest odzwierciedleniem *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* i podobnie jak on zawiera siedem rekomendacji.

W *UK Stewardship Code*⁴⁷ określono zasady efektywnego gospodarowania przez inwestorów. Podział obowiązków w ramach i pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi może obejmować szerokie spektrum, w tym sensie, że niektórzy z nich mogą zostać uznani za właścicieli aktywów, inni zaś za zarządzających aktywami. Do grupy właścicieli aktywów zaliczają się firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i inne formy zbiorowego inwestowania. Jako dostawcy kapitału nadają oni ton nadzorowi i mogą wpływać na zmiany zachowań, które prowadzą do lepszego gospodarowania środkami przez przedsiębiorstwa i zarządzających aktywami. Menedżerowie zaś ponosząc odpowiedzialność za zarządzanie inwestycjami z dnia na dzień, są w stanie wpływać na długoterminową wydajność przedsiębiorstw.

W przypadku dwóch rekomendacji, zapisy *UK Stewardship Code* są identyczne z proponowanymi przez *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, w szczególności w zakresie zasady czwartej *UK Stewardship Code*, w której zwrócono uwagę na potrzebę opracowania jasnych wytycznych odnośnie do tego, kiedy i w jaki sposób inwestorzy instytucjonalni będą eskalować swoje działania zarządcze nad spółką (rekomendacje te są niezmienione w stosunku do zasady czwartej *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*) oraz o zasadzie siódmej, postulującej przedstawianie przez instytucje okresowych raportów zawierających informacje na temat działalności inwestorów instytucjonalnych i ich udziału w głosowaniach (rekomendacje te są tożsame z zaleceniami zawartymi w zasadzie siódmej *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*).

W pozostałych pięciu rekomendacjach wprowadzono zmiany w *UK Stewardship Code*, w stosunku do ich brzmienia w *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, polegające na rozszerzeniu i doprecyzowaniu proponowanych w nich zaleceń. Według pierwszej zasady *UK Stewardship Code*, inwestorzy instytucjonalni, w celu zwiększenia oraz ochrony wartości przypadającej na końcowego beneficjenta, powinni publicznie ujawniać swoją politykę

46 Prekursorem kodeksu był dokument „The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles”, wydany w roku 2002 przez *Institutional Shareholders Committee* (ISC), która to organizacja przekonwertowała go do postaci kodeksu w roku 2009. W tym samym roku, *Financial Reporting Council* (FRC) została zaproszona do współpracy nad treścią dokumentu.

47 *UK Stewardship Code*, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx> [dostęp: 06.10.2016].

w kwestii sposobu, w jaki będą wypełniać obowiązki nadzorcze wobec spółek portfelowych. W przypadku tego zapisu w *UK Stewardship Code*, w stosunku do zasady pierwszej *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, zaproponowano szerszy zakres zaangażowania inwestora instytucjonalnego w spółkę. Działania instytucji powinny obejmować współpracę ze spółkami w sprawach takich jak: strategia, struktura kapitału, ryzyko, wydajność, wynagrodzenia i ład korporacyjny. Obowiązki zarządcze nad spółką winny odbywać się w postaci zaangażowania w celowy dialog ze spółkami w powyższych sprawach, a także w kwestiach, które są bezpośrednim przedmiotem głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Polityka instytucji w tych kwestiach powinna ujawniać, w jaki sposób inwestor instytucjonalny będzie wdrażać nadzór nad spółką w celu wzrostu i ochrony wartości dla beneficjenta końcowego. Oświadczenie takie powinno odzwierciedlać udział instytucji w łańcuchu inwestycyjnym, jak i obowiązki z niego wynikające. Wspomniane obowiązki będą odmienne w zależności od tego, czy inwestor jest podmiotem nastawionym na działania wynikające z posiadania aktywów (fundusz emerytalny) czy też na zarządzanie aktywami (fundusz inwestycyjny). Jeśli aktywa są powierzane podmiotom zewnętrznym, inwestor instytucjonalny powinien określić, w jaki sposób zadbał, aby środki te były prawidłowo zarządzane.

Zasada druga *UK Stewardship Code* zaleca inwestorowi instytucjonalnemu posiadanie silnej, publicznie ujawnionej polityki rozstrzygnięcia konfliktów interesów w odniesieniu do zarządzania spółką. W zasadzie drugiej *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* podkreśla się jedynie to, że obowiązkiem inwestorów instytucjonalnych jest działanie w imieniu wszystkich klientów i beneficjentów przy rozpatrywaniu spraw związanych z zaangażowaniem w sprawy spółki oraz kwestiami głosowań na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. W *UK Stewardship Code* dodano ponadto zapis stwierdzający, że polityka inwestora instytucjonalnego powinna również potrafić zająć stanowisko w kwestii rozwiązywania konfliktów, których przyczyną są różnice w interesach klientów lub beneficjentów inwestora instytucjonalnego.

Zasada trzecia *UK Stewardship Code* zaleca instytucjom monitorowanie swoich spółek portfelowych, natomiast *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* w tej samej zasadzie jedynie ogólnie wspomina o potrzebie monitorowania spółek, stwierdzając, że inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć do identyfikacji problemów we wczesnych stadiach, by zminimalizować utratę wartości dla akcjonariuszy. Szerszą listę rekomendacji dotyczącą przebadania sfer działalności spółki, która powinna zostać poddana monitoringowi inwestora instytucjonalnego podaje *UK Stewardship Code*:

- śledzenie na bieżąco wyników przedsiębiorstwa,
- upewnianie się, że menedżerowie spółki działają skutecznie,
- śledzenie na bieżąco rozwoju spółki, napędzającego wartość przedsiębiorstwa, ale i generującego zagrożenia,

- branie pod uwagę jakości sprawozdawczości spółki,
- uczestniczenie w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy w spółkach, w których inwestor instytucjonalny posiada znaczny udział,
- upewnianie się, że zarówno komitety spółki, jak i jej rada dyrektorów przestrzega zapisów *UK Corporate Governance Code*, w tym także poprzez spotkania z prezesem i pozostałymi członkami zarządu.

W przypadku zasady piątej *UK Stewardship Code*, dokument zaleca instytucjom, aby były w stałej gotowości do wspólnego działania z innymi inwestorami w stosownych przypadkach. W stosunku do zasady piątej *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, dodano tu zapis stanowiący, że inwestorzy instytucjonalni powinni być gotowi do podjęcia współpracy z innymi inwestorami, zarówno za pośrednictwem grup formalnych, jak i nieformalnych. Instytucje powinny wskazać okoliczności, w jakich nie będą brać udziału w zbiorowych formach zaangażowania w spółkę portfelową wraz z innymi akcjonariuszami.

Szósta zasada *UK Stewardship Code* zauważa, że inwestorzy instytucjonalni powinni posiadać jasną politykę głosowania i ujawniać zapisy swoich głosowań. W porównaniu z szóstą zasadą z *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, dodano w tym przypadku zapis o krótkiej sprzedaży, który jest także zawarty w kodeksie *International Corporate Governance Network* – inwestorzy instytucjonalni powinni ujawnić swoje działania w kwestii pożyczania akcji do krótkiej sprzedaży i procedur ich późniejszego odzyskiwania. Dodano także rekomendację, aby instytucje ujawniały, czy korzystają z pośredników podczas głosowania (*proxy voting*) oraz z podmiotów oferujących usługi doradcze w zakresie głosowania. Inwestorzy instytucjonalni, według zapisów zasady szóstej *UK Stewardship Code*, powinni także określić zakres, w jakim korzystają z usług wspomnianych pośredników i usługodawców, ujawnić kim oni są oraz oszacować, w jakim stopniu będą kierować się w swoich działaniach ich sugestiami i rekomendacjami.

3.2.5. Ewolucja kwestii inwestorów instytucjonalnych w regulacjach środowiskowych

Wraz z powstawaniem kolejnych kodeksów dobrych praktyk można zauważyć w nich ewolucję, jaka następowała w kwestii inwestorów instytucjonalnych. Można odnotować stały wzrost świadomości twórców kodeksów odnośnie do zwiększającego się znaczenia inwestorów instytucjonalnych. Rekomendacje dla instytucji wysuwane w kolejnych dokumentach obejmowały coraz pełniejsze spektrum zagadnień i stawały się bardziej precyzyjne.

W Zasadach OECD zwrócono uwagę na to, że inwestorzy instytucjonalni powinni ujawniać stosowane zasady nadzoru nad spółkami portfelowymi i procedury

głosowania na ich WZA. Wprowadzono tu także rekomendacje dotyczące ujawniania rozwiązywania konfliktów interesów oraz kwestie dialogu instytucji ze spółkami. Stwierdzono także, że inwestorzy mają prawo do konsultacji pomiędzy sobą. Zasady OECD stanowiły pierwszą próbę zebrania i opracowania kodeksu dobrych praktyk odnośnie do nadzoru korporacyjnego, w którym tak szeroko uwzględniono kwestie inwestorów instytucjonalnych, ich należytego stosunku wobec spółek portfelowych oraz przynależnego im miejsca i funkcji w systemie ładu korporacyjnego⁴⁸.

W polskim Kodeksie Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych rozwinięto propozycje przyjęte przez Zasady OECD, dodając m.in. zapis o priorytecie interesu klienta nad własnym w przypadku wystąpienia konfliktu interesów pomiędzy instytucją a spółką. Pojawił się także zapis o możliwości głosowania przez pośrednika. W następnym chronologicznie dokumencie – kodeksie ICGN – rekomendowano, aby inwestorzy instytucjonalni korzystający z usług pośredników zarządzających aktywami nalegali, by ci ostatni angażowali się w proces zarządzania w sposób umożliwiający wzrost aktywów w długim terminie. Zwrócono uwagę na kwestię krótkiej sprzedaży. Przypomniano, że inwestorzy instytucjonalni muszą zdawać sobie sprawę z tego, iż tracą prawo do głosu z pożyczanych akcji w ramach krótkiej sprzedaży.

Przyjęty w dalszej kolejności w Wielkiej Brytanii *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* podkreślał konieczność monitorowania spółek portfelowych przez inwestora instytucjonalnego, aby w razie potrzeby rozpocząć dialog z menedżerami i zaproponować działania naprawcze. Podkreślono także potrzebę współdziałania z innymi inwestorami dla dobra spółki. W dokumencie zasugerowano, że inwestorzy instytucjonalni powinni dbać nie tylko o interesy swoich klientów, ale także wszystkich akcjonariuszy. Niestety narzędzia, jakie w tym celu proponuje kodeks w zasadzie czwartej wydają się być niewystarczające, ponieważ za ich pomocą możliwe jest głównie oddziaływanie na menedżerów spółki za pośrednictwem przeprowadzanych z nimi rozmów i konsultacji. Jedynym skuteczniejszym narzędziem, ale i takim, po które można sięgnąć w ostateczności jest możliwość zmiany kierownictwa spółki podczas nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Najnowszy spośród kodeksów *UK Stewardship Code* rekomenduje szerszą ingerencję w spółkę i głębszą współpracę pomiędzy instytucjami a pozostałymi inwestorami, niż ma to miejsce w *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*. W kodeksie szczegółowo określono zakres zagadnień, którymi powinien zajmować się inwestor instytucjonalny w procesie monitorowania spółki.

Pomimo że kolejne kodeksy zwracały większą uwagę na inwestorów instytucjonalnych i kierowały do nich coraz precyzyjniejsze zalecenia, nie ulega wątpliwości, iż wszystkie przedstawione w niniejszym podrozdziale kodeksy w swoich głównych rekomendacjach są do siebie zbliżone, co zostało przedstawione w tabeli 4.

48 K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 64.

Tabela 4. Porównanie rekomendacji zawartych w kodeksach dobrych praktyk skierowanych do inwestorów instytucjonalnych w Wielkiej Brytanii

Wyszczególnienie	Rekomendacje dla inwestorów instytucjonalnych									
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Kodeksy										
Zasady nadzoru korporacyjnego OECD (2004)	-	x	x	x	-	-	x	-	-	-
Kodeks <i>International Corporate Governance Network</i> (czerwiec 2009)	-	x	x	x	x	x	-	-	-	-
<i>Code on the Responsibilities of Institutional</i> (listopad 2009)	-	x	x	x	-	x	x	x	x	-
<i>UK Stewardship Code</i> 2012	-	x	x	x	x	x	x	x	x	-

Rekomendacje dla inwestorów instytucjonalnych:

0 – zachęcanie inwestorów instytucjonalnych do wykonywania prawa głosu ze swoich akcji,

1 – prowadzenie dialogu pomiędzy spółką a inwestorem instytucjonalnym,

2 – ujawnienie swoich polityk odnośnie zasad głosowania na WZA spółki i/lub ujawnienie zapisów głosowania inwestorów instytucjonalnych na WZA spółki,

3 – konsultacje/porozumienia pomiędzy akcjonariuszami,

4 – ujawnianie działań w kwestii pożyczania akcji do krótkiej sprzedaży i procedur ich późniejszego odzyskiwania,

5 – naczelny dla inwestora powinien być interes jego klienta (np. członka funduszu),

6 – ujawnienie w jaki sposób inwestorzy rozwiązują konflikty interesów,

7 – ujawnianie stosowania głosowania przez pośrednika (*proxy voting*),

8 – interwencja inwestora instytucjonalnego w spółkę w obronie interesów swoich i swoich klientów,

9 – przejawianie zainteresowania składem osobowym i strukturą organów spółki.

Źródło: opracowanie własne.

Wspólnymi cechami wymienionych w tabeli 4 kodeksów dobrych praktyk jest kładzenie nacisku na przejrzystość działania instytucji oraz na dbanie o interesy klientów inwestorów instytucjonalnych. W tym celu wyszczególnione dokumenty rekomendują takie działania jak nadzór i prowadzenie rozmów ze spółką portfelową oraz ujawnianie swoich głosowań. Ważnym zagadnieniem z punktu widzenia kodeksów jest polityka rozwiązywania konfliktów zaaprobowana przez instytucje i kwestie związane z jej ujawnianiem, dzięki czemu działania inwestorów instytucjonalnych zyskują na przejrzystości i przewidywalności, co jest cenione przez ich klientów.

Powtarzającą się rekomendacją jest także możliwość porozumiewania się pomiędzy inwestorami w sprawach spółek. Działania te nie mają jednak służyć zwiększeniu wpływów instytucji w spółkach, lecz raczej powinny mieć na celu poprawę ogólnej kondycji nadzoru korporacyjnego nad spółkami i poprawie służących temu narzędzi. W rekomendacjach wysuwanych przez poszczególne kodeksy występują różnice wynikające z rozpiętości okresu, w którym powstawały i priorytetów środowiskowych wysuwanych w latach, w których dokumenty były opracowywane. Stąd nowsze kodeksy większą uwagę przykładają do takich kwestii

jak: głosowanie przez pośredników, krótka sprzedaż akcji lub nacisk na potrzebę monitorowania spółek portfelowych przez inwestora instytucjonalnego. Najbardziej ogólną formę przybierają rekomendacje proponowane w Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD oraz w kodeksie *International Corporate Governance Network*. Jest to spowodowane tym, że inwestorzy instytucjonalni są w powyższych przypadkach jedynie jednymi z wielu podmiotów, do których skierowano rekomendacje w tych kodeksach. Najbardziej doprecyzowane są brytyjskie *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* oraz *UK Stewardship Code*, a także polski Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, ponieważ zostały stworzone wyłącznie dla instytucji.

Dzięki przesłedzeniu ewolucji wybranych kodeksów w praktyce światowej, jak i rozwiązań tego typu przyjętych w Polsce otrzymujemy obraz możliwości działania i narzędzi, które są dostępne dla inwestora instytucjonalnego, jeśli ten podejmie się nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi. Należy podkreślić, że kodeksy nie przymuszają inwestorów do przestrzegania swoich postanowień, których stosowanie jest dobrowolne i za ich niestosowanie nie są przewidziane dla inwestora określone sankcje.

3.3. Nadzór korporacyjny inwestorów instytucjonalnych nad spółkami publicznymi – regulacje unijne

Niezmiernie ważnym składnikiem prawodawstwa wspólnotowego są dyrektywy, które jednak w przeciwieństwie do rozporządzeń mających bezpośrednie zastosowanie, muszą zostać uprzednio implementowane do krajowego porządku prawnego. Z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego inwestorów instytucjonalnych nad spółkami publicznymi wzrost możliwości działania instytucji w tej sferze przyniosła dyrektywa 2007/36/WE⁴⁹ Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym.

Wymóg wyłączenia akcji spółki z obrotu jako warunek wykonywania praw korporacyjnych na walnym zgromadzeniu utrudniał inwestorom instytucjonalnym wykonywanie uprawnień nadzorczych nad spółkami portfelowymi. Prawodawca

⁴⁹ Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=L:2007:184:0017:0024:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].

wspólnotowy uznał to rozwiązanie za sprzeczne ze współczesnymi potrzebami ładu korporacyjnego, wprowadzając dyrektywę 2007/36/WE, która zobowiązuje państwa członkowskie do usunięcia z prawa krajowego przepisów, uzależniających prawo do udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy oraz do głosowania od wyłączenia akcji z obrotu na czas walnego zgromadzenia. Wyłączenie następowało poprzez zdeponowanie lub zablokowanie tych papierów wartościowych. Dyrektywa zobowiązała państwa członkowskie do wdrożenia koncepcji dnia rejestracji uczestnictwa w WZA (*record date*), na podstawie której miało funkcjonować wykonywanie praw korporacyjnych, w ten sposób, że uprawnienie do udziału w WZA, jak i wykonywanie na nim tych praw ustalane jest według dnia przed tym zgromadzeniem, określonego ustawowo⁵⁰. Dyrektywa usunęła w państwach członkowskich, w tym w Polsce poważną prawną przeszkodę w procesie angażowania się inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami publicznymi, umożliwiając instytucjom udział w WZA i wykonywanie na nim swoich praw korporacyjnych, jednocześnie pozwalając na zachowanie możliwości szybkiego reagowania na zmieniającą się sytuację na rynku akcji, dzięki możliwości ich sprzedaży⁵¹.

Prawodawstwo unijne wpływa na poprawę przejrzystości działania spółek oraz wzrost jakości i ilości informacji o emitencie, trafiających na rynek. Wymogło ono także na spółkach upubliczniania oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. Dzięki temu inwestorzy instytucjonalni posiadają łatwiejszy dostęp do informacji o swoich spółkach portfelowych, co usprawnia nadzór nad nimi i ułatwia instytucjom wywieranie wpływu na kierownictwo przedsiębiorstwa w przypadku ewentualnej ingerencji inwestora w sprawy spółki.

Dyrektywa 2006/46/WE⁵² Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. przewiduje obowiązek corocznego publikowania przez spółki giełdowe oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego. Dyrektywa 2004/109/WE⁵³ Par-

50 Obydwa powyższe nakazy dyrektywy zostały spełnione przez polskiego ustawodawcę, odpowiednio w art. 406¹. § 1 K.S.H ustalono dzień rejestracji uczestnictwa w WZA spółki publicznej na szesnasty dzień przed jego datą. Artykuł 406⁴ K.S.H. dopuszcza zaś możliwość przeniesienia akcji w okresie pomiędzy tym dniem a dniem zakończenia walnego zgromadzenia. Sprzedaż akcji po dniu rejestracji nie skutkuje utratą prawa do udziału w WZA i wykonywania podczas niego praw korporacyjnych. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 299.

51 *Ibidem*.

52 Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywę Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:224:0001:0007:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].

53 Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz

lamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, ustanawia wymagania w sprawie ujawniania okresowych lub bieżących informacji o emitentach. Celem dyrektywy jest udoskonalenie wymagań odnośnie do przejrzystości, które muszą być spełnione przez emitentów, jak i inwestorów nabywających oraz zbywających większościowe pakiety akcji emitentów.

UE korzysta także z miękkiego prawa (*soft law*), niemającego wiążącego charakteru, jakim są zalecenia. Istotne z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego są zalecenia UE 2004/913/WE⁵⁴ oraz 2005/162/WE⁵⁵ mające na celu zapewnienie transparentności wynagrodzeń menedżerów i wzmocnienie wpływu akcjonariuszy na politykę wynagrodzeń stosowanych przez spółki publiczne w ten sposób, aby wynagrodzenie pełniło rolę instrumentu motywującego funkcjonariuszy spółki do efektywnego zarządzania nią w interesie akcjonariuszy. Powyższe dwa dokumenty zostały uzupełnione o zalecenie KE z 30 kwietnia 2009 r. (2009/385/WE⁵⁶). Wdrożenie powyższych zaleceń do prawa krajowego daje inwestorowi instytucjonalnemu kolejne narzędzie umożliwiające nadzór nad spółką w postaci monitorowania i wywierania wpływu na wynagrodzenia menedżerów poprzez możliwość przedyskutowania zagadnienia polityki wynagrodzeń kadry kierowniczej spółki na jej WZA.

Wspólnota Europejska zmierza w kierunku ustanowienia wspólnych ram nadzoru korporacyjnego dla wszystkich państw członkowskich. Nie powstał jednak dotychczas pojedynczy dokument lub zbiór dokumentów, któremu przyświecałby cel uporządkowania kwestii ładu korporacyjnego w Unii. Podobnie w przypadku udziału inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi, Bruksela swoje rekomendacje w tych kwestiach upublicznia głównie poprzez dyrektywy, które powstają *ad hoc*, w celu dostosowywania europejskiej struktury prawnej do stale ewoluujących rynków.

zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0038:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].

54 Zalecenie Komisji z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].

55 Zalecenie Komisji z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].

56 Zalecenie Komisji uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_pl.pdf [dostęp: 06.10.2016].

3.4. Polskie ramy prawne ładu korporacyjnego

W niniejszym podrozdziale zostały przedstawione polskie ramy prawne ładu korporacyjnego. Przybliżono najważniejsze zapisy ustaw, które odnoszą się do kwestii nadzorowania spółek przez inwestorów instytucjonalnych. Nakreślono najistotniejsze zapisy prawa spółek w postaci Kodeksu Spółek Handlowych oraz prawo o ofercie publicznej i obrocie instrumentami finansowymi. Wyszczególnione zostały najistotniejsze założenia Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW oraz Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych.

3.4.1. Prawo spółek

W ustawie Kodeks Spółek Handlowych (K.S.H.)⁵⁷ grupa podmiotów zaliczanych powszechnie do kategorii inwestorów instytucjonalnych jest określana jako instytucje finansowe⁵⁸ (art. 4, § 1 pkt 7 K.S.H.).

Ustawa wyraźnie rozgranicza uprawnienia zarządu, walnego zgromadzenia i rady nadzorczej w art. 375¹ K.S.H., który stwierdza, że „walne zgromadzenie i rada nadzorcza nie mogą wydawać zarządowi wiążących poleceń dotyczących prowadzenia spraw spółki”. Zapis ten podkreśla brak podporządkowania zarządu radzie nadzorczej i walnemu zgromadzeniu oraz jego samodzielność w kwestii działania organu w granicach swoich uprawnień. Innymi słowy, rada nadzorcza i walne zgromadzenie nie mogą nakazywać zarządowi działań w kwestiach bezpośrednio związanych z działalnością biznesową spółki. J. Jeżak uważa, że art. 375¹ K.S.H. jest „wyrazem przesadnej wiary w omnipotencję menedżerów”⁵⁹. Narzędzie, pozwalające ograniczyć ewentualną samowolę menedżerów w zarządzaniu spółką zostało zaproponowane w art. 384 K.S.H. w postaci możliwości rozszerzenia uprawnień nadzorczych rady nad zarządem poprzez zawarcie odpowiednich zapisów w statucie spółki. Mogą one w szczególności przewidywać, iż: „zarząd jest obowiązany uzyskać zgodę rady nadzorczej przed dokonaniem określonych w statucie czynności” (art. 384, § 1 K.S.H.). Jeśli rada nie wyrazi zgody na dokonanie określonej czynności, zarząd może w takim przypadku zwrócić się do

57 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych (Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037).

58 Takie jak: „bank, fundusz inwestycyjny, towarzystwo funduszy inwestycyjnych, alternatywną spółkę inwestycyjną zarządzaną przez zarządzającego ASI w rozumieniu przepisów o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia oraz takiego zarządzającego, zakład ubezpieczeń, zakład reasekuracji, towarzystwo emerytalne, fundusz emerytalny lub dom maklerski, mające siedzibę w Rzeczypospolitej Polskiej albo w państwie należącym do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD)”.

59 J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, s. 83.

walnego zgromadzenia spółki, aby podjęło uchwałę, która udzieli zgody na dokonanie określonej w statucie czynności (art. 384, § 2 K.S.H.).

Kodeks Spółek Handlowych w art. 385 określa zasady powoływania rady nadzorczej w polskich spółkach. Organ ten składa się co najmniej z trojga członków, natomiast w spółkach publicznych co najmniej z pięciorga członków, którzy są zarówno powoływani, jak i odwoływani przez walne zgromadzenie (art. 385, § 1 K.S.H.). Inwestor instytucjonalny, tak jak i inni inwestorzy może powołać „swojego” członka do rady nadzorczej w zależności od wielkości posiadanego pakietu akcji spółki samodzielnie lub w porozumieniu z innymi udziałowcami. Artykuł 385 § 5 K.S.H. stanowi „osoby reprezentujące na walnym zgromadzeniu tę część akcji, która przypada z podziału ogólnej liczby reprezentowanych akcji przez liczbę członków rady, mogą utworzyć oddzielną grupę celem wyboru jednego członka rady, nie biorą jednak udziału w wyborze pozostałych członków”. Działanie inwestora instytucjonalnego, zgodnie z powyższym zapisem, jest dla niego korzystne w sytuacji, w której akcjonariusz lub akcjonariusze większościowi mają sprzeczne interesy w spółce w stosunku do inwestora instytucjonalnego. Postępując według zapisów art. 385, § 5 K.S.H., instytucja może wybrać na członka rady nadzorczej osobę zaufaną i działającą w jej interesie. Jeśli zaś inwestor instytucjonalny uczestniczyłby w wyborze członków rady w trybie normalnym, mogłoby się okazać, że siła jego głosów na walnym zgromadzeniu jest niewystarczająca i wszystkie stanowiska w radzie zostałyby obsadzone osobami działającymi w interesie inwestora dominującego.

Działania nadzorczo-kontrolne nad spółką poprzez zwołanie rady nadzorczej oraz nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy regulują art. 389 oraz 400 K.S.H. Artykuł 389 § 3 K.S.H. stwierdza, że rada nadzorcza powinna być zwoływana w miarę potrzeb, lecz nie rzadziej niż trzy razy w roku obrotowym. Rada może być zwołana na wniosek jej członka lub zarządu, który poda planowany porządek obrad. Przewodniczący rady zwołuje posiedzenie w terminie dwóch tygodni od dnia otrzymania wniosku (art. 389 § 1 K.S.H.). W przypadku, gdy „przewodniczący rady nie zwoła posiedzenia zgodnie z § 1, wnioskodawca może je zwołać samodzielnie, podając datę, miejsce i proponowany porządek obrad” (art. 389 § 2 K.S.H.).

Kolejnym narzędziem nadzorczo-kontrolnym nad spółką, oprócz rady nadzorczej jest możliwość zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Akcjonariusz bądź akcjonariusze, którzy reprezentują co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego mogą żądać zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia i umieszczenia określonych spraw w jego porządku obrad (art. 400 § 1 K.S.H.). Otwiera to kolejną możliwość nadzorowania spółki m.in. przez inwestora instytucjonalnego, w zależności od liczby akcji znajdujących się w jego posiadaniu, samodzielnie lub w porozumieniu z innymi akcjonariuszami. W przypadku, gdyby w terminie dwóch tygodni od dnia przedstawienia żądania zarządowi nadzwyczajne walne zgromadzenie nie zostało zwołane, sąd rejestrowy może upoważnić do jego

zwołania akcjonariuszy, którzy wystąpili z tym żądaniem. W takiej sytuacji sąd wyznacza przewodniczącego tego zgromadzenia (art. 400 § 3 K.S.H.).

Kwestie umieszczenia przez akcjonariuszy określonych spraw w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia reguluje art. 401 K.S.H. Każdy akcjonariusz może podczas walnego zgromadzenia zgłaszać projekty uchwał dotyczące spraw wprowadzonych do porządku obrad (art. 401 § 5 K.S.H.), lecz jedynie akcjonariusz lub akcjonariusze reprezentujący co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego mogą przed wyznaczonym terminem zgromadzenia zgłaszać spółce projekty uchwał dotyczące spraw wprowadzonych do porządku obrad walnego zgromadzenia lub spraw, które mają zostać wprowadzone do porządku obrad (art. 401 § 4 K.S.H.). W przypadku spółki publicznej, żądanie tego typu wysuwane przez akcjonariuszy powinno zostać zgłoszone zarządowi nie później niż na 21 dni przed wyznaczonym terminem zgromadzenia. Żądanie powinno zawierać uzasadnienie bądź projekt uchwały dotyczącej proponowanego punktu porządku obrad (art. 401 § 1 K.S.H.). Zarząd jest obowiązany do niezwłocznego ogłoszenia zmian w porządku obrad, nie później jednak niż na 18 dni przed wyznaczonym zgromadzeniem w przypadku spółki publicznej (art. 401 § 2 K.S.H.).

Inwestorzy instytucjonalni tacy, jak np. banki czy fundusze inwestycyjne mogą głosować nie tylko ze swoich akcji, ale także z papierów wartościowych zdeponowanych bądź powierzonych im w zarządzanie przez swoich klientów⁶⁰. Uprawnienie tego typu musi jednak wynikać bezpośrednio z czynności prawnej ustanawiającej ograniczone prawo rzeczowe, takie jak użytkowanie czy zastaw. Innymi słowy, akcjonariusz musi wyrazić zgodę na wykonywanie prawa głosu przez zastawnika lub użytkownika w czasie trwania zastawu lub użytkowania. W innym wypadku prawo głosu z tych akcji przysługuje akcjonariuszowi. Artykuł 340 § 3 K.S.H. stwierdza, że „w okresie, gdy akcje spółki publicznej, na których ustanowiono zastaw lub użytkowanie, są zapisane na rachunku papierów wartościowych prowadzonym przez podmiot uprawniony zgodnie z przepisami o obrocie instrumentami finansowymi, prawo głosu z tych akcji przysługuje akcjonariuszowi”.

Statut spółki może ograniczyć prawo głosu akcjonariuszy dysponujących powyżej jednej dziesiątej ogółu głosów w spółce. Ustawa stwierdza, że „do liczby głosów jakimi dysponuje akcjonariusz dolicza się głosy przysługujące mu jako zastawnikowi, użytkownikowi lub na podstawie innego tytułu prawnego” (art. 411 § 3 K.S.H.), przy czym wspomniane ograniczenie prawa głosu akcjonariuszy dysponujących powyżej jednej dziesiątej ogółu głosów w spółce może dotyczyć wyłącznie wykonywania prawa głosu z akcji przekraczających limit głosów określony w statucie (art. 411 § 3 K.S.H.). Ustawodawca chciał w ten sposób zabezpieczyć interesy pozostałych akcjonariuszy przed udziałowcem, który hipotetycznie

60 Na przykład bank może w ten sposób głosować z akcji złożonych w depozyt przez jego klientów, jeśli ci wyrażą na to zgodę.

posiadałby większość głosów w spółce z akcji, które nie byłyby jego własnością, a jedynie zostały mu powierzone przez jego klientów.

Inwestor instytucjonalny, tak jak każdy inny akcjonariusz może korzystać z głosowania przez pełnomocnika, co jest przydatne przy wysokiej dywersyfikacji portfela akcji. Kwestie te reguluje art. 412 K.S.H. Dzięki art. 416 K.S.H. inwestor może się wycofać ze spółki, jeśli ta nie odpowiada jego preferencjom inwestycyjnym. Jeśli spółka zamierza powziąć uchwałę o istotnej zmianie przedmiotu swojej działalności, akcjonariusze, którzy nie zgadzają się na to, mogą złożyć swoje akcje w jej siedzibie celem ich wykupienia przez akcjonariuszy głosujących za uchwałę o zmianie przedmiotu działalności spółki. Jeśli tego nie zrobią uznaje się, że zgadzają się na zmianę (art. 416 § 4 K.S.H.)

Artykuł 422 § 1 K.S.H. stwierdza: „uchwała walnego zgromadzenia sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariusza, może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko spółce powództwa o uchylenie uchwały”. Prawo do wytoczenia powództwa o uchylenie uchwały walnego zgromadzenia według art. 422 § 2 K.S.H. przysługuje:

- zarządowi, radzie nadzorczej oraz poszczególnym członkom tych organów,
- akcjonariuszowi, który głosował przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądał zaprotokołowania sprzeciwu; wymóg głosowania nie dotyczy akcjonariusza akcji niemej,
- akcjonariuszowi bezzasadnie niedopuszczonemu do udziału w walnym zgromadzeniu,
- akcjonariuszom, którzy nie byli obecni na walnym zgromadzeniu, jedynie w przypadku wadliwego zwołania walnego zgromadzenia lub też powzięcia uchwały w sprawie nieobjętej porządkiem obrad.

Według art. 6 K.S.H. spółka dominująca ma obowiązek zawiadomić zależną spółkę kapitałową o powstaniu stosunku dominacji w terminie dwóch tygodni od dnia powstania tego stosunku. Jeśli tego nie uczyni, zawieszeniu ulegnie wykonywanie jej prawa głosu z akcji albo udziałów spółki dominującej reprezentujących więcej niż 33% kapitału zakładowego spółki zależnej. Przepis ten może stanowić pewną uciążliwość dla inwestora instytucjonalnego, który posiada zdywersyfikowany portfel akcji, dokonuje wielu krótkoterminowych transakcji na rynku akcji, a zarazem chciałby wykonywać prawo głosu z akcji w spółkach, których jest udziałowcem.

Artykuł 362 § 1 K.S.H. zaznacza, że spółka, oprócz wymienionych przez ustawodawcę wyjątków, nie może nabywać akcji własnych. Czynić tak mogą jedynie instytucje finansowe w przypadku, gdy nabywają w pełni pokryte akcje za wynagrodzeniem na cudzy rachunek celem ich dalszej odsprzedaży. Nabycie akcji własnych spółki przez osobę trzecią, która działa na rachunek spółki jest dozwolone w przypadku, gdy spółka jest również uprawniona do nabycia tych akcji zgodnie z art. 362 K.S.H.

W przypadku, gdy inwestor instytucjonalny, będący spółką publiczną nabywa swoje akcje w celu ich dalszej odsprzedaży swoim klientom (klientom banku, firmy inwestycyjnej itd.), to jeśli zakupi pulę tych akcji, która przekracza 10% kapitału zakładowego spółki, powinien zbyć je w terminie dwóch lat od dnia nabycia (art. 363 § 4 K.S.H.). Jeśli akcje własne nie zostały zbyte w tym terminie, zarząd dokonuje niezwłocznego ich umorzenia bez zwoływania walnego zgromadzenia (art. 363 § 5 K.S.H.).

3.4.2. Prawo o ofercie publicznej i obrocie instrumentami finansowymi

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁶¹ określa, że przed rozpoczęciem subskrypcji papierów wartościowych emitent bądź wprowadzający może zawrzeć umowę o subemisję usługową. Zbywanie papierów wartościowych w wykonaniu takiej umowy następuje za pośrednictwem firmy inwestycyjnej (art. 15 ust. 1). Subemitentem usługowym mogą być wyłącznie: bank, firma inwestycyjna, zagraniczna firma inwestycyjna lub konsorcjum tych podmiotów. W przypadku konsorcjum za subemitenta usługowego uważa się również każdy podmiot wchodzący w skład konsorcjum (art. 15 ust. 6).

Emitent lub wprowadzający może zawrzeć umowę o subemisję inwestycyjną (art. 14 ust. 1). Subemitentem inwestycyjnym⁶² mogą być wyłącznie (według art. 14 ust. 3) „firma inwestycyjna, fundusz inwestycyjny, alternatywna spółka inwestycyjna zarządzana przez zarządzającego ASI w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych, prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia, otwarty fundusz emerytalny, bank, zakład ubezpieczeń, polska lub zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w państwie należącym do OECD lub w państwie członkowskim lub konsorcjum tych podmiotów. W przypadku konsorcjum za subemitenta inwestycyjnego uważa się również każdy podmiot wchodzący w skład konsorcjum”.

61 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539).

62 Subemisja inwestycyjna jest to nabycie na własny rachunek przez subemitenta, którym może być: bank, firma inwestycyjna, fundusz inwestycyjny, otwarty fundusz emerytalny, polska bądź zagraniczna instytucja finansowa, całości lub uzgodnionej części akcji oferowanych w obrocie pierwotnym czy też w pierwszej ofercie publicznej, na które inwestorzy nie złożyli zapisów w terminie ich przyjmowania. Szerzej patrz: Certus Capital, <http://www.certuscapital.pl/sloownik/Subemisja-inwestycyjna>; Wirtualna Akademia Giełdowa, http://web.archive.org/web/20100209110449/http://sgi.gpw.com.pl/wyklady/wyklad_2/wpr02/11wpr02.htm [dostęp: 06.10.2016].

Jeżeli nastąpiło naruszenie lub uzasadnione podejrzenie naruszenia przepisów prawa w związku z ofertą publiczną, subskrypcją lub sprzedażą akcji, KNF może zastosować wobec spółki sankcje, wymienione w art. 16–18. Szczególnie istotny jest zapis w art. 18 ust. 1 pkt 1 przewidujący sankcje w sytuacji, gdy „oferta publiczna, subskrypcja lub sprzedaż papierów wartościowych, dokonywane na podstawie tej oferty, lub ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym w znaczący sposób naruszałyby interesy inwestorów”.

Artykuł 69 ustawy o ofercie publicznej reguluje kwestie ujawnienia stanu posiadania akcji danej spółki publicznej przez inwestora w przypadku, gdy przekroczy wymienione w ustawie progi określające liczbę głosów w tej spółce⁶³. Obowiązki informacyjne tego typu nie wydają się jednak uciążliwe dla inwestorów instytucjonalnych w związku z ich preferencją do zdywersyfikowania portfeli i nastawienia na inwestycje długookresowe. W przypadku spółki publicznej, obowiązek poinformowania KNF i tej spółki spoczywa także na inwestorze, który zanotował 2% zmianę ogólnej liczby głosów w spółce, jeśli już posiadał 10% ogólnej liczby głosów. W przypadku większego udziału w głosach w spółce, wynikających z posiadanego pakietu akcji, inwestor musi informować zarówno KNF, jak i spółkę o mniejszych zmianach w udziale w ogólnej liczbie głosów. Ustawa wyznacza drugi próg procentowy ogólnej liczby głosów na 33%. Jeśli inwestor posiada taką pulę głosów w spółce, musi informować KNF i spółkę o każdym jej zwiększeniu o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów (art. 69 ust. 2 pkt 2). Rozwiązanie to jest racjonalne w tym względzie, że w przypadku, w którym pozostały akcjonariat jest bardzo rozdrobniony, nawet niewielki wzrost głosów akcjonariusza większościowego może zaburzyć układ sił i interesów akcjonariuszy w spółce, stąd wymóg informowania o zmianach zarówno władz samej zainteresowanej spółki, jak i organu nadzorczego w postaci KNF.

Spółka publiczna jest obowiązana ze swojej strony do przekazywania do publicznej informacji oraz KNF „w terminie 7 dni od dnia odbycia walnego zgromadzenia, wykazu akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów w tym zgromadzeniu, z określeniem liczby głosów przysługujących każdemu z nich z posiadanych akcji i wskazaniem ich procentowego udziału w liczbie głosów na tym walnym zgromadzeniu oraz w ogólnej liczbie głosów” (art. 70 ust. 3).

Rozdział 4, Oddział 3 ustawy o ofercie publicznej streszcza szczególne uprawnienia i obowiązki akcjonariuszy spółki publicznej. Artykuł 82 ust. 1 stwierdza, że akcjonariusz spółki publicznej, który samodzielnie lub wraz z innymi podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi bądź z takimi, wobec których jest stroną porozumienia i który „osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, [temu akcjonariuszowi] przysługuje, w terminie trzech

63 Inwestor, który osiągnął lub przekroczył 5, 10, 15, 20, 25, 33, 33,33, 50, 75 albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej jest obowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym KNF oraz spółkę.

miesiący od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji”. Jest to wykup przymusowy. Nabycie akcji w jego ramach następuje bez zgody akcjonariusza, do którego skierowane jest żądanie wykupu (art. 82 ust. 3). Zapis ten powinien być brany pod uwagę przez inwestorów instytucjonalnych w procesie tworzenia i zarządzania portfelem akcji, ponieważ informacje, które można dzięki niemu pozyskać mogą w ostatecznym rozrachunku wpływać na wartość aktywów klientów inwestorów instytucjonalnych, w których imieniu instytucje zarządzają ich wkładami. Nawiązując do powyższego zapisu, założmy, że w przypadku, gdy inwestor instytucjonalny posiada informacje, z których wynika, że w danej spółce, którą zamierza włączyć do portfela, istnieje akcjonariusz posiadający 90% udziałów bądź zamierzający osiągnąć ten próg w przyszłości, wydaje się, iż inwestycja w taką spółkę nie musi być z punktu widzenia inwestora instytucjonalnego dobrą inwestycją, szczególnie w przypadku instytucji nastawionych raczej na bezpieczeństwo powierzonych im wkładów, niż na maksymalizację zysku obciążoną wzrostem ryzyka. Przykładami tego typu instytucji, nastawionych na inwestycje długoterminowe i obciążone niewielkim ryzykiem są fundusze emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń. Długookresowe plany inwestycyjne w daną spółkę mogą przynieść porażkę oraz ewentualne koszty związane z ulokowaniem nowej inwestycji, w przypadku, gdy akcjonariusz większościowy przymusowo wykupi akcje należące do inwestora instytucjonalnego w danej spółce. W takiej sytuacji instytucja straci wpływy z ewentualnej dywidendy z akcji w kolejnych latach, jak i papiery wartościowe mogą zostać odkupione po niższej cenie niż oczekiwana.

Jeśli inwestor jest akcjonariuszem w spółce, w której pojawił się udziałowiec dominujący, który zgromadził 90% akcji spółki, taki akcjonariusz mniejszościowy może, nie czekając na ruch inwestora większościowego, samemu wystąpić do niego z wnioskiem o odkupienie swoich udziałów (art. 83 ust. 1). Jest to zapis korzystny dla instytucji, ponieważ z jednej strony, przy takiej dysproporcji głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy inwestor instytucjonalny, nawet w porozumieniu z innymi mniejszościowymi udziałowcami, nie miałby praktycznie żadnego wpływu na to, co dzieje się w spółce w przypadku, gdyby akcjonariusz większościowy występował z inicjatywami godzącymi w interesy inwestorów mniejszościowych. Główne zadanie inwestora instytucjonalnego, czyli dbanie o interesy swoich klientów (ich wkładów zainwestowanych w akcje danej spółki) stałoby się niewykonalne, lepiej więc w dogodnym momencie wycofać się z inwestycji, żądając wykupienia papierów wartościowych przez akcjonariusza większościowego, gdy ich kurs jest wysoki.

Ustawodawca zauważa, że akcjonariuszem, który uzyskał 90% głosów może być również inwestor instytucjonalny, który osiągnął ten próg dzięki głosom z akcji zarządzanych na rachunkach swoich klientów. Artykuł 87 ust. 1 pkt 3 lit. b stwierdza, że instytucja taka jak fundusz inwestycyjny może „w ramach wykonywania czynności polegających na zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden

lub większa liczba instrumentów finansowych, zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o funduszach inwestycyjnych – w zakresie akcji wchodzących w skład zarządzanych portfeli papierów wartościowych, z których podmiot ten, jako zarządzający, może w imieniu zleceniodawców wykonywać prawo głosu na walnym zgromadzeniu”. Przepisy niniejszej ustawy (np. przymusowy wykup akcji) nie dotyczą inwestorów instytucjonalnych takich jak podmiot dominujący towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz podmiot dominujący firmy inwestycyjnej, wykonujących czynności, o których stanowi art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. b w przypadku, gdy (art. 90 ust. 1d lit. 1–3):

- towarzystwo funduszy inwestycyjnych, spółka zarządzająca lub firma inwestycyjna wykonują przysługujące im w związku z zarządzanymi portfelami prawa głosu niezależnie od podmiotu dominującego,
- podmiot dominujący nie udziela bezpośrednio lub pośrednio żadnych instrukcji co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej,
- podmiot dominujący przekazuje do KNF oświadczenie o spełnianiu warunków, o których mowa w pkt 1 i 2, wraz z listą zależnych towarzystw funduszy inwestycyjnych, spółek zarządzających oraz firm inwestycyjnych zarządzających portfelami ze wskazaniem właściwych organów nadzoru tych podmiotów.

Artykuł 90 stwierdza więc, że przepisów niniejszego rozdziału nie stosuje się do tych podmiotów, które skupiają się na zarządzaniu portfelem i nie mają zamiaru zbierać puli głosów z akcji znajdujących się w posiadaniu podmiotów zależnych (np. fundusz zarządzany przez TFI) w celu wywierania wpływu na funkcjonowanie spółki poprzez głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Nawet w przypadku, gdy dany inwestor, także instytucjonalny, posiada niewielki pakiet akcji, nie zostaje pozbawiony przez ustawodawcę narzędzi, za pomocą których może pełnić nadzór nad spółką i wpływać na jej funkcjonowanie. Jeśli inwestor posiada w spółce 5% ogólnej liczby głosów lub zbierze grupę akcjonariuszy przynajmniej tyle głosów posiadającą, może realnie nadzorować spółkę – „akcjonariusze ci mogą w tym celu żądać zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia lub żądać umieszczenia sprawy podjęcia tej uchwały w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia” (art. 84 ust. 1). Na wniosek akcjonariusza bądź grupy akcjonariuszy posiadających w spółce 5% ogólnej liczby głosów, walne zgromadzenie może podjąć uchwałę w sprawie zbadania przez biegłego, na koszt spółki, określonego zagadnienia związanego z utworzeniem spółki lub prowadzeniem jej spraw. Badanie przeprowadza rewident do spraw szczególnych (art. 84 ust. 1).

Jeśli walne zgromadzenie nie podejmie wspomnianej uchwały albo będzie ona posiadać błędy proceduralne, wtedy wnioskodawcy mogą w terminie 14 dni od dnia podjęcia uchwały wystąpić do sądu rejestrowego celem wyznaczenia danego podmiotu jako rewidenta do spraw szczegółowych (art. 85 ust. 1). Pomimo tego, że ustawodawca daje powyższe narzędzie akcjonariuszom chcącym włączyć się w proces nadzoru nad spółką, należy zauważyć, że jest ono niedoskonałe.

Za jego pomocą rewident może przebadać pojedyncze przypadki naruszeń i nieprawidłowości, o których akcjonariusze posiadali informacje, a więc o takich, które zostały już dokonane i ich ewentualne konsekwencje miały już miejsce. Możliwe jest oczywiście powstrzymanie hipotetycznego negatywnego w skutkach działania zarządu, jeśli akcjonariusze mieliby odpowiednio wcześniej informacje o jego przesłankach. Takie przypadki wydają się występować sporadycznie, ponieważ inwestorzy indywidualni zazwyczaj nie mają wiedzy i środków na zdobywanie dokładnych informacji o spółce, natomiast inwestorzy instytucjonalni, posiadający wysoce zdywersyfikowane portfele nie są w stanie na tyle dokładnie pozyskać informacje o spółkach, aby móc odpowiednio wcześniej wystąpić z inicjatywą przeprowadzenia badania przez rewidenta do spraw szczególnych. Inicjatywa ta jest więc raczej narzędziem, za pomocą którego akcjonariusze już po fakcie starają się dociec, który z menedżerów zawinił, jakie straty odnotowała z tego tytułu spółka i w jaki sposób można uniknąć podobnej sytuacji w przyszłości. Powoływanie rewidenta jest narzędziem niedoskonałym także z tego względu, że cały proces badania jest długotrwały, więc ewentualne działania naprawcze zaproponowane przez akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu i wyciągnięcie konsekwencji wobec zarządu może być kwestią odległej przyszłości.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi⁶⁴ określa szeroką grupę podmiotów, wśród których znajdują się inwestorzy instytucjonalni tacy jak: banki, firmy inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne oraz inwestycyjne, jako klientów profesjonalnych, czyli takich, którzy „posiadają doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami” (art. 3a ust. 1 ustawy o obrocie).

W ustawie o obrocie instrumentami finansowymi uregulowano kwestie działalności maklerskiej, co jest istotne, ze względu na to, że inwestorzy instytucjonalni powierzają swoje środki w celu zarządzania nimi i generowania z nich zysku swoim agentom, którymi są przedsiębiorstwa zarządzające aktywami oraz domy maklerskie.

Kwestie prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne zostały przedstawione w art. 69–94. Na podstawie tych przepisów inwestorzy instytucjonalni mogą przekazać swoje aktywa do zarządzania firmie inwestycyjnej, takiej jak biuro maklerskie lub bank. Uregulowano tu świadczenie usług maklerskich przez firmę inwestycyjną oraz jej agentów inwestycyjnych klientom.

Kolejnym z aktów prawnych istotnych z punktu widzenia inwestora instytucjonalnego jest ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁶⁵.

64 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538).

65 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1537).

Artykuł 3 ustawy stanowi, że organem nadzoru nad rynkiem kapitałowym i rynkiem instrumentów finansowych jest Komisja Nadzoru Finansowego. Artykuł 4 zawiera cele nadzoru KNF sprecyzowane jako „zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu”. W art. 7 wymieniono cele KNF. Ustawa w art. 5 wymienia podmioty, które podlegają nadzorowi KNF. Wymieniono tu także poszczególne kategorie inwestorów instytucjonalnych.

Rozdział 4 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym precyzuje kwestie działań KNF w obszarze kontroli, postępowania wyjaśniającego oraz zagadnienia ewentualnych blokad rachunków uczestników rynku kapitałowego wskutek łamania prawa. Artykuł 26 wprowadza funkcję kontrolera, który w imieniu KNF może przeprowadzać kontrolę działalności lub sytuacji finansowej podmiotu działającego na rynku kapitałowym lub osoby trzeciej, której podmiot ten powierzył, w granicach upoważnienia wynikającego z właściwych przepisów, wykonywanie niektórych czynności z zakresu podlegającego nadzorowi KNF (art. 26 ust. 1 pkt 2).

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym⁶⁶ w art. 1 wymienia obszary wchodzące w skład nadzoru nad rynkiem finansowym, takie jak: nadzór bankowy, emerytalny, ubezpieczeniowy, nadzór nad rynkiem kapitałowym, instytucjami pieniądza elektronicznego, agencjami ratingowymi, instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych, nadzór uzupełniający oraz nadzór nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi i Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową. Artykuł 2 stanowi, że „Celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku”.

Zadania z zakresu nadzoru nad rynkiem finansowym powierzono KNF (art. 3). Na mocy art. 18 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym powstał przy KNF Sąd polubowny. Jego celem jest „rozpatrywanie sporów między uczestnikami rynku finansowego, w szczególności sporów wynikających ze stosunków umownych między podmiotami podlegającymi nadzorowi Komisji, a odbiorcami usług świadczonych przez te podmioty” (art. 18 ust. 1). Jest to istotny zapis pozwalający klientom inwestorów instytucjonalnych dochodzenia w ten sposób swoich praw, jeszcze na etapie przed wejściem na drogę sądową.

⁶⁶ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. 2006, nr 157, poz. 1119).

3.4.3. Inne akty prawne w Polsce

Do kategorii „innych aktów prawnych” zaliczono w niniejszym podrozdziale przede wszystkim ustawy regulujące funkcjonowanie poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych w Polsce.

Historyczne znaczenie mają akty prawne, na mocy których wprowadzono w Polsce nowe formy inwestorów. W dniu 28 sierpnia 1997 r. uchwalono dwie ustawy, które wprowadziły nowe rodzaje inwestorów instytucjonalnych do polskiego prawodawstwa. Pierwszy z aktów to ustawa o funduszach inwestycyjnych, która wprowadziła, obok istniejących na polskim rynku funduszy inwestycyjnych, trzy nowe kategorie funduszy⁶⁷: zamknięte fundusze inwestycyjne, specjalistyczne otwarte fundusze inwestycyjne oraz mieszane fundusze inwestycyjne.

Ustawodawca za pomocą aktu z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych⁶⁸ dokonał zmiany funkcjonujących do tej pory na rynku funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne. Nowo powstałym instytucjom przyznano osobowość prawną. Ich wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie zebranych publicznie środków pieniężnych w doprecyzowane w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego oraz inne prawa majątkowe. Ustanowiono organ reprezentujący i zarządzający funduszami inwestycyjnymi, którym zostało towarzystwo funduszy inwestycyjnych, działający w formie spółki akcyjnej. Nadzór nad działalnością towarzystw, funduszy oraz depozytariuszy został w ustawie przekazany Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie nadzór ten pełni Komisja Nadzoru Finansowego)⁶⁹.

Akt o funduszach z roku 1997 został zastąpiony ustawą z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych⁷⁰. Artykuł 96 ust. 1 reguluje dywersyfikację portfela funduszu otwartego. Instytucja ta nie może lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe⁷¹ wyemitowane przez jeden podmiot. Według ustawodawcy, fundusz ma prowadzić działalność jako forma zbiorowego inwestowania. Nie powinien zaś posiadać możliwości zbyt daleko idącej ingerencji w spółki portfelowe. Ustawa o funduszach ogranicza liczbę głosów, którą maksymalnie może posiadać fundusz w spółce, w której jest inwestorem. W przypadku funduszu otwartego nie może on „nabyć papierów wartościowych dających więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w którymkolwiek organie emitenta tych papierów” (art. 104

67 Artykuł 14 ust. 3 obecnie obowiązującej ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546) stanowi, że fundusz inwestycyjny może być utworzony jako: fundusz inwestycyjny otwarty, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty lub fundusz inwestycyjny zamknięty.

68 Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 1997, nr 139, poz. 933).
69 I. Koładkiewicz, *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 206–207.

70 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546).

71 Lub w instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot.

ust. 1). Rozwiązanie tego typu ogranicza możliwości nadzorcze, jakie posiada fundusz nad swoją spółką portfelową. Z jednej strony inwestor ten może reagować, jeśli zarząd spółki łamie prawo lub źle rozporządza majątkiem przedsiębiorstwa, co jednak zwyczajowo ogranicza się głównie do sprzedaży udziałów w takiej spółce lub złożenia skargi⁷² do KNF. Z drugiej strony, ustawowe ograniczenie głosów w spółce powoduje, że fundusz inwestycyjny z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego jest skłaniany do przyjmowania biernej postawy w kwestii kontrolowania spółki, ponieważ samodzielnie nie jest w stanie wprowadzić własnych inicjatyw w spółce lub przegłosować takich, które są niekorzystne dla niego i w konsekwencji jego klientów. Art. 104 ust. 7 określa, że „w przypadku, gdy papiery wartościowe nabyte przez fundusze inwestycyjne otwarte zarządzane przez to samo towarzystwo dawałyby więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w organach emitenta, fundusze te mogą wykonywać prawo głosu z papierów wartościowych dających łącznie 10% ogólnej liczby głosów”. Ustawodawca zastrzega, że „wykonywanie przez fundusze inwestycyjne otwarte zarządzane przez to samo towarzystwo prawa głosu z papierów wartościowych powyżej progu, o którym stanowi ust. 7, jest bezskuteczne”.

W trosce o bezpieczeństwo interesów klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ustawodawca przewidział możliwość ograniczenia wpływu na niego jego dominującego akcjonariusza w przypadku, gdyby w swoich działaniach nie postępował on w zgodzie z interesem towarzystwa i jego klientów. W takiej sytuacji KNF może nakazać akcjonariuszowi zaprzestanie wywierania niekorzystnego wpływu, wskazując termin, warunki oraz zakres podjęcia stosownych czynności bądź zakazać wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa, które znajdują się w posiadaniu tego podmiotu lub wykonywania uprawnień podmiotu dominującego przysługujących temu udziałowcowi (art. 56 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych).

Drugim aktem, wnoszącym do polskiego prawa rewolucyjne zmiany jest ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁷³ wprowadzająca do polskiego prawodawstwa fundusze emerytalne wraz z dniem 1 stycznia 1999 r. Powstały one w celu obsługi jednego z trzech składników świadczeń emerytalnych – powszechnego filara kapitałowego. Nadzór nad funduszami emerytalnymi powierzono Urzędowi Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi⁷⁴. Także w tym przypadku, podobnie, jak ma to miejsce w przypadku funduszy inwestycyjnych, ustawodawca podkreślił potrzebę dywersyfikacji portfela inwestycyjnego

72 Formularz skargi na spółkę publiczną jest dostępny na stronie KNF: https://www.knf.gov.pl/dane_wspolne/Serwis_konsumenta/pomoc/skarga_na_spolke_publiczna.jsp. [dostęp: 06.10.2016].

73 Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. 1997, nr 139, poz. 934).

74 I. Koładkiewicz, *op. cit.*, s. 206–207. Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi działał do roku 2002, kiedy został zastąpiony przez Komisję Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych działającą od 1 kwietnia 2002 r. do 18 września 2006 r. Na mocy ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2006, nr 157, poz. 1119) jej kompetencje przejęła Komisja Nadzoru Finansowego.

funduszy emerytalnych w trosce o bezpieczeństwo wkładów ich członków. Artykuł 142 ust. 5 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych określa, że „łączna wartość lokat aktywów funduszu we wszystkich papierach wartościowych jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi nie może przekroczyć 5% wartości tych aktywów”.

Kolejnym aktem ważnym z punktu widzenia inwestora instytucjonalnego jest ustawa o biegłych rewidentach⁷⁵, która w art. 86 implementuje regulacje wspólnotowe (art. 41 dyrektywy audytowej 2006/43/WE⁷⁶), dotyczące komitetów audytu powołanych w radach nadzorczych spółek będących jednostkami zainteresowania publicznego.

Istotne znaczenie ma także ustawa prawo bankowe⁷⁷, a w szczególności art. 9 oraz 9a–9d, gdzie określono obowiązki zarządu, jak i rady nadzorczej spółki akcyjnej, która jest jednocześnie bankiem w stosunku do systemu audytu i kontroli wewnętrznej⁷⁸.

Polski ustawodawca udostępnił za pośrednictwem ustaw szereg narzędzi, za pomocą których inwestorzy są władni, jeśli posiadają taką intencję, kontrolować swoje spółki portfelowe. Wydaje się jednak, że nadzór takich instytucji jak np. fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne nad ich spółkami portfelowymi jest znacznie ograniczony poprzez wprowadzenie przez ustawodawcę ograniczeń odnośnie do wielkości udziałów w spółkach.

Ustawy można podzielić na dwa typy, z jednej strony znajdujemy akty prawne regulujące cały rynek i odnoszące się do wszystkich działających na nim podmiotów, takie jak Kodeks Spółek Handlowych, z drugiej zaś, akty prawne regulujące funkcjonowanie poszczególnych rodzajów podmiotów, takie jak ustawy o funduszach emerytalnych czy inwestycyjnych.

3.4.4. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW

Bardzo ważny z punktu widzenia inwestora instytucjonalnego jest zapis w rozdziale IV, punkt IV.R.2. Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW⁷⁹ z roku 2016. Punkt ten stanowi, że „Jeżeli jest to uzasadnione z uwagi na strukturę akcjonariatu

75 Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. 2009, nr 77, poz. 649).

76 Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:157:0087:0107:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].

77 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. 2002, nr 72, poz. 665, z późn. zm.).

78 K. Oplustil, *op. cit.*, s. 56.

79 Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/RG/DPSN2016__GPW.pdf [dostęp: 06.10.2016].

lub zgłaszane spółce oczekiwania akcjonariuszy, o ile spółka jest w stanie zapewnić infrastrukturę techniczną niezbędną dla sprawnego przeprowadzenia walnego zgromadzenia przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, powinna umożliwić akcjonariuszom udział w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu takich środków, w szczególności poprzez:

- transmisję obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym,
- dwustronną komunikację w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad walnego zgromadzenia,
- wykonywanie, osobiście lub przez pełnomocnika, prawa głosu w toku walnego zgromadzenia”.

Dzięki temu zapisowi nadzór inwestora instytucjonalnego nad jego spółkami portfelowymi został ułatwiony, szczególnie w sytuacji, gdy portfel jest wysoce zdwersyfikowany, ponieważ instytucja nie musi delegować swoich przedstawicieli lub pośredników do osobistego głosowania na WZA spółki, co mogło zniechęcać inwestora do wpływania na spółkę w ten sposób, ponieważ wiązało się to z wysokimi kosztami. Dzięki zacytowanej powyżej rekomendacji, w teorii umożliwiono wzrost zaangażowania inwestora instytucjonalnego w swoje spółki, ponieważ może on o nich współdecydować dzięki możliwości wykonywania prawa głosu za pośrednictwem środków komunikacji elektronicznej takich jak maile, telekonferencje itd. Dzięki temu instytucja może głosować w sprawach swoich spółek, ograniczając związane z tym koszty (wynagrodzenie i koszty przejazdu przedstawicieli inwestora na WZA). Punkt I.Z.1.20. „Dobrych Praktyk” stanowi, że spółki powinny umieszczać na swoich stronach internetowych m.in. zapis przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub wideo, co pozwala inwestorom instytucjonalnym czerpać dodatkowe informacje z przebiegu głosowania i ułatwia planowanie podejmowanych przez nich ewentualnych przyszłych posunięć odnośnie do swoich spółek portfelowych.

Firma Deloitte przeprowadziła w 2016 roku badanie ankietowe wśród polskich spółek giełdowych, jak i na grupie 110 obecnych na GPW w Warszawie inwestorów instytucjonalnych dotyczących przestrzegania „Dobrych Praktyk”. Wszystkie spółki w badanym roku zadeklarowały przestrzeganie „Dobrych Praktyk”, zaś 98% z nich zadeklarowało, że stosuje się do zasady „zastosuj albo wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz”. W przypadku inwestorów instytucjonalnych w opisywanym badaniu, 99% przebadanych instytucji przyjęło zasady do stosowania, z czego 79% uczyniło to z zastosowaniem zasady „zastosuj albo wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz”⁸⁰.

⁸⁰ Stosowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego, Deloitte, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Reports/pl_stosowanie_dobrych_praktyk_ladu%20korporacyjnego_FINAL.PDF [dostęp: 06.06.2017].

3.4.5. Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych

Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych⁸¹ został przyjęty 24 października 2006 r. przez dwie izby gospodarcze, zrzeszające największych inwestorów instytucjonalnych w Polsce: Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami⁸² oraz Izbę Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych⁸³.

Dokument stwierdza, że instytucje w kontaktach ze swoimi klientami, czyli z osobami, na rzecz których wykonują swoje usługi, powinny dążyć do realizowania trzech zasad. Jest tu opisany priorytet przedkładania interesu klienta nad interes własny, rzetelnym informowaniu kontrahenta o istniejącym bądź potencjalnym konflikcie interesów, wreszcie zaś, realizowanie zasady dostosowania zakresu i sposobu świadczenia usług do sytuacji finansowej oraz wiedzy klienta.

Kodeks przewiduje możliwość ustanowienia osoby trzeciej na pełnomocnika inwestora instytucjonalnego do uczestnictwa oraz głosowania na WZA. Inwestor instytucjonalny powinien samodzielnie lub poprzez pośrednika brać udział w głosowaniach na WZA spółek portfelowych, szczególnie w sprawach, w których zaniechanie wykonania prawa głosu mogłoby zwiększyć ryzyko znacznego zmniejszenia wartości posiadanych akcji. Inwestor, który posiada w danej spółce pakiet akcji równy lub większy niż 5%, w imieniu własnym lub swoich klientów, jest zobowiązany przez kodeks do brania udziału we wszystkich WZA takiej spółki. Jeśli jednak instytucja uzna koszty udziału w WZA za wyższe niż potencjalne korzyści, może zrezygnować z udziału w zgromadzeniu akcjonariuszy.

Dokument uznaje, że inwestorzy powinni posiadać prawo do wymiany pomiędzy sobą poglądów oraz opinii, które dotyczą spółki, jak i planowanego WZA⁸⁴. Inwestorzy instytucjonalni mogą uzgadniać wspólne stanowisko dotyczące postępowania przed WZA. Mogą także dokonywać porozumień *ad hoc* na WZA. Ustalenia te mają służyć polepszeniu kondycji nadzoru korporacyjnego i lepszemu stosowaniu dobrych praktyk, a działania wynikające z tych uzgodnień powinny mieć charakter czysto moralny, nie zaś rodzić, pomiędzy umawiającymi się inwestorami zobowiązania o charakterze prawnym lub gospodarczym. Inwestorzy instytucjonalni powinni popierać regulacje prawne mające na celu ułatwienie wykonywania prawa głosu oraz zmniejszenie kosztów wynikających z tego działania.

Kodeks rekomenduje, aby instytucje z odpowiednim wyprzedzeniem przed WZA udostępniały dokumenty i materiały przeznaczone do prezentacji na zgromadzeniu akcjonariuszy. Za dobrą praktykę dokument uważa także publiczne

81 Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/kodeks.pdf [dostęp: 06.10.2016].

82 Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl/pl/> [dostęp: 06.10.2016].

83 Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, <http://www.igte.com.pl/> [dostęp: 06.10.2016].

84 Przykładowa lista spraw, które mogą zostać objęte wymianą opinii zawarta została w punktach 11.1–11.8 Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych.

zaprezentowanie przez inwestora instytucjonalnego swojego członka do rady nadzorczej. Powinno to nastąpić z odpowiednim wyprzedzeniem przed WZA. Instytucje powinny także wpływać na pozostałych akcjonariuszy, szczególnie tych dominujących, aby także ujawniali publicznie z odpowiednim wyprzedzeniem przed WZA swoich kandydatów do rady nadzorczej spółki.

W trakcie walnego zgromadzenia, inwestorzy instytucjonalni powinni stać na straży jego regulaminu i nadzorować jego przestrzeganie. Wszystkie działania podejmowane przez inwestora na WZA, w tym wybór członków rady nadzorczej⁸⁵ powinien być podyktowany działaniem w najlepszym interesie klientów.

Inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć do opracowania i upublicznienia własnych zasad głosowania w istotnych sprawach z punktu widzenia ich interesów w spółce portfelowej. Zasady te powinny w szczególności dotyczyć sposobu głosowań w przypadku zmian statutów spółek oraz emisji programów opcyjnych. W kwestii zmian statutów spółek warto przytoczyć punkt 22.2 Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych „Zasady głosowania powinny zawierać opis polityki inwestora instytucjonalnego, szczególnie w stosunku do takich zmian statutów, które dotyczą praw mniejszości, równego traktowania akcjonariuszy i specjalnych uprawnień nadawanych pojedynczym akcjonariuszom lub grupie akcjonariuszy oraz mechanizmów dotyczących utrudnienia przejścia spółki bądź kontroli nad spółką”.

W kwestii programów motywacyjnych dla menedżerów, instytucje powinny chronić interesy swoich klientów przed uszczerbkiem na skutek zbędnego obciążenia finansów spółki lub nieuzasadnionego wzrostu emisji akcji wskutek programów motywacyjnych w postaci opcji na akcje dla menedżerów, co mogłoby przynieść spadek cen tych papierów wartościowych. Inwestorzy instytucjonalni nie powinni brać udziału w działaniach spółek i ich WZA mających na celu obronę przed przejściem spółki. Powinni głosować przeciwko uchwałom zawierającym tego typu rozwiązania⁸⁶.

85 Wymogi odnośnie członków rad nadzorczych stawiane przez kodeks zostały zawarte w punktach 18.2-18.7 Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. Inwestor instytucjonalny lub grupa inwestorów może desygnować niezależnego członka do rady nadzorczej. Kryteria, jakie musi spełniać osoba kandydująca na to stanowisko zostały podane w punkcie 20.1 kodeksu.

86 W przypadku podejmowania działań obronnych przez będącą obiektem przejścia spółkę, menedżerowie chcący zachować nad nią kontrolę podejmują niejednokrotnie działania zmierzające do zmniejszenia atrakcyjności spółki (emisja dodatkowych akcji, zaciągnięcie kredytu, wyprzedawanie majątku itd.) lub podejmują walkę na przejścia skupując z rynku akcje podmiotu przejmującego. W obydwóch przypadkach, nawet w sytuacji gdy oferent odstąpi od przejścia lub sam zostanie przejęty, spółka traci na wartości, co niekorzystnie wpływa na zainwestowane w nią przez inwestora instytucjonalnego aktywa. W konsekwencji tracą na tym klienci instytucji, których zainwestowane wkłady ulegają zmniejszeniu. W przypadku przejścia spółki portfelowej, inwestorzy instytucjonalni nie powinni więc wspierać kierownictwa spółki w oporze przed przejściem, który ma na celu zachowanie stanowisk pracy, ponieważ ucierpią

Kodeks jest przeciwny wprowadzaniu w spółkach rozwiązań mających na celu ograniczenie lub wyłączenie odpowiedzialności finansowej członków zarządu. Inwestorzy instytucjonalni powinni głosować na WZA przeciwko uchwałom zawierającym tego typu postulaty. Kolejną rekomendacją kodeksu jest ujawnianie przez instytucje swojego sposobu głosowania, zarówno wobec klientów, jak i środków masowego przekazu. Dopuszcza się nieujawnianie sposobu głosowania w głosowaniach tajnych, szczególnie, jeśli mogłoby to grozić naruszeniem dóbr osobistych osób fizycznych.

Wszyscy akcjonariusze, niezależnie od wielkości posiadanego pakietu akcji, mają prawo wymagać od emitenta, aby wyjaśnił istotne kwestie związane z jego funkcjonowaniem. W przypadku uzyskania istotnych informacji przez inwestorów instytucjonalnych, nie powinni oni wykorzystywać ich ani ujawniać. Powinni jedynie zabiegać, aby informacje te zostały ujawnione przez podmiot do tego zobowiązany w zgodzie z przepisami prawa.

Inwestorzy instytucjonalni mają możliwość nawiązywania bezpośredniego kontaktu swoich przedstawicieli z menedżerami spółki portfelowej. W przypadku wystąpienia sytuacji, której dotyczą interesy klientów inwestora instytucjonalnego, może on podnieść daną kwestię w dyskusji lub korespondencji z przedstawicielami zarządu i rady nadzorczej danej spółki portfelowej. Chroniąc interesy klientów, inwestor może wymieniać poglądy z innymi akcjonariuszami w celu podjęcia odpowiedniego działania, samodzielnie bądź w porozumieniu z innymi udziałowcami, nawet w opozycji do rady nadzorczej i zarządu spółki. W przypadku, gdy menedżerowie zignorują takie działania lub niewłaściwie na nie zareagują, podejmując w danej kwestii kroki przeciwstawne w stosunku do działań instytucji, inwestorzy instytucjonalni mogą skorzystać z prawa żądania zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy (NWZA). Na NWZA zostają umieszczone odpowiednie punkty w harmonogramie obrad zgromadzenia, takie jak powołanie rewidenta do spraw szczegółowych, dzięki czemu możliwe staje się rozwiązanie kwestii, które niepokoiły inwestorów instytucjonalnych.

Inwestorzy instytucjonalni, którzy są sygnatariuszami kodeksu, deklarują jednocześnie w zgodzie z punktem 38.1, że „ich obowiązkiem jest wykrywanie, ujawnianie oraz zarządzanie konfliktami interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu, naczelną zasadą działania każdego inwestora instytucjonalnego powinien być priorytet interesu Klienta”. Przykładowe sytuacje, w których może dojść do konfliktu interesów podano w kodeksie w punktach 38.4–38.8.

W dziale 5 kodeksu przedstawiono dobre praktyki odnośnie do relacji pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi. Powinni oni we wzajemnych stosunkach kierować się zasadami uczciwej konkurencji oraz nie naruszać w swoich działaniach dobrego imienia innego inwestora instytucjonalnego. Dokument zakazuje stosowania kampanii negatywnej skierowanej do konkurencyjnych podmiotów

na tym interesy instytucji i jej klientów. Szerzej patrz: M. Szymański, B. Nogalski, *Obrona przed wrogim przejęciem. Jak ochronić swój biznes*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

w ramach działań promocyjnych bądź reklamowych. Kodeks rekomenduje współpracę pomiędzy instytucjami w celu realizacji przedsięwzięć służących rozwojowi rynku finansowego, a także w przygotowywaniu, ocenie oraz propagowaniu rozwiązań legislacyjnych, które dotyczą tego rynku.

Inwestor instytucjonalny, który stał się sygnatariuszem Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych składa oświadczenie o jego przyjęciu i stosowaniu na swojej stronie internetowej oraz w raporcie rocznym. Jeśli inwestor nie zamierza stosować kodeksu w całości lub w części, umieszcza w wymienionych powyżej miejscach oświadczenie, które zawiera krótkie wyjaśnienie powodów, dla których instytucja nie stosuje kodeksu w całości lub wybranych jego części.

Podsumowanie

W niniejszym rozdziale przedstawiono zarys normatywnej perspektywy funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych w kontekście nadzoru korporacyjnego. Ukazano ewolucję regulacji środowiskowych, począwszy od pierwszego dokumentu wydanego przez OECD. Kolejne kodeksy zawierały dokładniejsze i lepiej sprecyzowane kierunki zaleceń, w ramach których służyły radami mającymi przyczynić się do poprawy funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego. Różnice w rekomendacjach pomiędzy poszczególnymi kodeksami wynikają z priorytetów, na które twórcy dokumentów chcieli położyć nacisk na danym etapie ewolucji dobrych praktyk.

Należy jednak zauważyć, że przyjęcie rekomendacji zawartych w kodeksach przez inwestorów wynika jedynie z ich dobrej woli, ponieważ w przypadku ich niezaimplementowania, instytucje nie dotykają z reguły sankcje inne niż natury czysto moralnej. Wynika to z tego, że wszystkie przytoczone w niniejszym rozdziale regulacje środowiskowe są stosowane według zasady „zastosuj albo wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz”. Nieprzestrzeganie rekomendacji zawartych w kodeksach może być jednak negatywnie odbierane przez rynek i klientów danej instytucji ignorującej zalecenia regulacji środowiskowych.

W rozdziale wskazano różnice w narodowych ramach prawnych, w których funkcjonują spółki i inwestorzy. Zarówno system anglosaski, jak i kontynentalny ukazują inwestorowi instytucjonalnemu swoje pozytywne, jak i negatywne aspekty. Pomimo tego, że w Polsce funkcjonuje kontynentalny system prawny, czerpiący z rozwiązań niemieckich, wiedza o różnicach pomiędzy systemami jest istotna, ponieważ w ramach Unii Europejskiej istnieje możliwość założenia spółki czy przedsiębiorstwa działającego jako inwestor instytucjonalny w takim kraju członkowskim, jakiego system prawny będzie optymalny dla danej działalności.

Niezmiernie ważne dla efektywnego pełnienia funkcji nadzorczej przez inwestorów instytucjonalnych nad spółkami publicznymi jest odpowiednie prawodawstwo, zarówno krajowe, jak i wspólnotowe, pozwalające na zastosowanie odpowiednich przepisów w sytuacjach przewidzianych przez ustawodawcę, z drugiej zaś na tyle elastyczne, aby umożliwiała instytucjom ingerowanie w sytuacjach nietypowych, nieprzewidzianych w prawie stanowionym. Wydaje się, że zarówno prawodawstwo polskie, jak i wspólnotowe, odpowiada temu wizerunkowi i stanowi zwarty oraz dopracowany porządek prawny, pomimo tego, że systemy te podlegają stałym poprawkom i udoskonaleniom, dostosowującym je do permanentnie zmieniającego się otoczenia gospodarczego we współczesnym świecie.

Prawodawstwo krajowe precyzuje normy postępowania dotyczące nadzoru inwestorów instytucjonalnych nad ich spółkami portfelowymi, funkcjonowania instytucji na rynku i kwestie związane z relacjami pomiędzy inwestorami. Porządek prawny określa zakres możliwości działania udziałowców w spółce w kwestii wykorzystywania praw z akcji. Intencją ustawodawcy było zwiększenie bezpieczeństwa zainwestowanych aktywów akcjonariuszy mniejszościowych, co korzystnie wpływa na ochronę inwestorów instytucjonalnych, szczególnie takich, którzy mają ustawowo ograniczone udziały w jednej spółce do maksymalnie 5% wartości swoich aktywów, tak jak ma to miejsce w przypadku funkcjonujących w Polsce funduszy inwestycyjnych oraz emerytalnych.

Prawodawstwo unijne ingeruje w działania instytucji głównie za pomocą dyrektyw, które są tworzone w celu rozwiązywania konkretnych problemów, co do których Bruksela otrzymuje sygnały od inwestorów, akcjonariuszy lub pozostałych uczestników rynku. Dyrektywy muszą zostać zaimplementowane do prawodawstwa krajowego, co czyni je czasochłonnym instrumentem ulepszania ładu korporacyjnego.

Oceniając trzy grupy aktów normatywnych przedstawionych w rozdziale – kodeksy dobrych praktyk, ustawy krajowe oraz prawodawstwo unijne – można zauważyć, że realny wpływ na możliwości działania i ochronę interesów inwestorów instytucjonalnych, ich klientów oraz spółek portfelowych mają przepisy ustaw, których inwestor może dochodzić sądownie. Kodeksy dobrych praktyk są nieobowiązkowymi zbiorami zasad. Zarówno spółki, jak i inwestorzy mogą deklorować przestrzeganie ich zapisów, aby wzmocnić swój wizerunek wśród aktualnych i potencjalnych klientów lub wierzycieli. Zrezygnowanie z części lub całości zapisów uprzednio przyjętego kodeksu nie spotka się jednak z odczuwalnymi sankcjami w stosunku do podmiotu postępującego w ten sposób. Prawodawstwo unijne jest zaś w zbyt ogólne, aby mogło zostać przyjęte przez państwa członkowskie charakteryzujące się odmiennymi systemami prawnymi oraz rynkami w różnych stadiach rozwoju. Wprowadzanie zaleceń w postaci dyrektywy wiąże się z opóźnieniami wynikającymi z potrzeby zaimplementowania aktu do rodzimego ustawodawstwa.

Rozdział 4

Inwestorzy instytucjonalni w procesie nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym – analiza empiryczna

W tym rozdziale zostały zaprezentowane wyniki badań przeprowadzonych na próbie obejmującej 344 spółki notowane na GPW w Warszawie przez pięć lat, tj. 2007–2011. Na początku opisano zastosowaną metodykę badań oraz strukturę własnościowo-kontrolną na polskim rynku kapitałowym. Ukazano zależności pomiędzy typem inwestora instytucjonalnego a jego liczbą i udziałami w polskich spółkach publicznych. Zaprezentowane zostały zależności pomiędzy obecnością w spółce udziałowca dominującego a wzrostem akcjonariatu instytucjonalnego. Zbadano wpływ sektora, w którym funkcjonuje spółka na wzrost udziału instytucji w jej akcjonariacie. Wreszcie zaś zaprezentowano wyniki dotyczące wpływu wyników ekonomicznych spółek, a ewentualną zmianą liczby i wielkości udziałów akcjonariuszy instytucjonalnych. Wyniki badań wraz z wnioskami wyciągniętymi z teoretycznej części monografii pozwolą na weryfikację postawionej w hipotezy głównej przyjmującej, że inwestorzy instytucjonalni nie wykorzystują optymalnie swojej pozycji w akcjonariacie spółek, tworzą zasady ładu korporacyjnego (m.in. kodeksy dobrych praktyk), ale w praktyce ich nie stosują, poprzez podejmowanie rzeczywistego nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi. Wyniki przedstawione w niniejszym rozdziale pomogą także w weryfikacji *hipotez cząstkowych (szczegółowych)* przyjmujących, że:

- *Hipoteza 1:* Inwestorzy instytucjonalni posiadają odpowiednie narzędzia do sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółkami, także liczba instytucji na GPW stale wzrasta, jednakże podejmowanie nadzoru może okazać się nieopłacalne lub utrudnione w sytuacji występowania barier władztwa korporacyjnego, sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych. W przypadku instytucji zachodzą problemy z efektywnością systemów monitorowania spółek przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów.

- *Hipoteza 2:* Inwestorzy instytucjonalni inwestują w spółki, w których jest obecny inwestor dominujący, przerzucając na niego kwestie sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółką. Inwestor dominujący jest postrzegany przez inwestorów instytucjonalnych jako gwarant przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego w spółce, więc instytucje częściej inwestują w akcje przedsiębiorstw, w których jest on obecny zakładając, że będzie on we własnym interesie, ale z korzyścią dla pozostałych udziałowców, nadzorował kierownictwo spółki, wobec czego zakup akcji spółki z inwestorem dominującym jest postrzegany przez inwestora instytucjonalnego jako bezpieczniejszy.
- *Hipoteza 3:* Inwestorzy instytucjonalni w doborze spółek do portfela nie działają z intencją maksymalizacji zysków, ale zwiększenia bezpieczeństwa wkładów powierzonych im przez ich klientów za pomocą dywersyfikacji inwestycji, stąd przy doborze spółek nie sugerują się wysokością czynników ekonomicznych i finansowych spółki czy sektorem, w którym prowadzi ona działalność. Instytucje nie oczekują wysokich zysków obciążonych dużym ryzykiem, ale z reguły poszukują spółek o stabilnej pozycji na rynku i nieosiągających ponadprzeciętnych wyników. Inwestorzy instytucjonalni przedkładają bezpieczeństwo zainwestowanych wkładów ponad możliwość osiągnięcia wyższego zwrotu z inwestycji, obciążonej większym zagrożeniem poniesienia straty. Wyniki finansowe i ekonomiczne spółki nie mają wpływu zarówno na wysokość udziałów inwestorów instytucjonalnych w jej akcjonariacie, jak i liczbę instytucji w spółce.
- *Hipoteza 4:* Inwestorzy instytucjonalni nie dodają wartości do swoich spółek portfelowych. Liczba podmiotów instytucjonalnych w spółce nie wpływa na jej zmienne ekonomiczne i finansowe.

4.1. Metodyka badań i opis próby badawczej

Badania zostały przeprowadzone na próbie 344 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wykorzystano dane z raportów rocznych spółek z lat 2007–2011 oraz informacje zawarte w bazie danych o polskich spółkach publicznych, dostarczonej przez firmę Notoria. Wszystkie dane na temat akcjonariuszy odnoszą się do udziałowców notyfikowanych. Akcjonariuszem notyfikowanym jest ten, który przekracza próg 5% udziałów w głosach spółki, w której posiada swoje udziały¹.

1 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005,

Na podstawie dostępnych źródeł powstała baza danych, zawierająca informacje ekonomiczne oraz odnośnie do zmian kierownictwa wspomnianych 344 spółek i ich udziałowców. W tabeli 5 wyszczególniono rodzaje akcjonariuszy w polskich spółkach publicznych.

Tabela 5. Rodzaje akcjonariuszy w polskich spółkach publicznych

Lp.	Rodzaje akcjonariuszy
1.	Indywidualni (członkowie zarządu) – osoby wchodzące w skład zarządu spółki w obecnej i poprzedniej kadencji
2.	Indywidualni (członkowie rady nadzorczej) – osoby wchodzące w skład rady nadzorczej spółki w obecnej i poprzedniej kadencji
3.	Indywidualni (osoby fizyczne nie powiązane ze spółką)
4.	Zagraniczni branżowi są to zarówno inwestorzy branżowi, jak i finansowi nie są w niniejszym zestawieniu inwestorami instytucjonalnymi
5.	Zagraniczni finansowi
6.	Krajowi branżowi
7.	Krajowi finansowi
8.	Narodowe Fundusze Inwestycyjne
9.	Otwarte Fundusze Emerytalne, Powszechne Towarzystwa Emerytalne
10.	Fundusze <i>Private Equity / Venture Capital</i>
11.	Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych
12.	Zarządzanie aktywami (ang. <i>asset management</i>)
13.	Towarzystwa Ubezpieczeniowe
14.	Spółki – akcje własne spółki
15.	Banki
16.	Fundacje
17.	Nieznane rodzaje inwestorów, których w wyniku braku informacji nie można przyporządkować do wyszczególnionych powyżej typów. Do tej kategorii należą spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (polskie i zagraniczne), co do których nie można ustalić czym się zajmują. Podmioty te są zazwyczaj rejestrowane w tzw. rajach podatkowych.

Źródło: opracowanie własne.

nr 184, poz. 1539) w art. 69 nakłada na akcjonariusza spółki publicznej, który osiągnął bądź przekroczył enumeratywnie wymienionych we wspomnianym artykule ustawy progów głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, ma obowiązek zawiadomienia o tym Komisję oraz spółkę, w której akcjonariusz osiągnął określony próg udziałów. Należy nadmienić, że najniższy próg, którego przekroczenie niesie ze sobą obowiązek notyfikacji wynosi 5%.

Szczegółowe dane odnośnie do poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych, zostały zebrane dla wybranych grup tych podmiotów. W wyborze rodzajów instytucji poddawanych badaniu decydowała wysoka liczba udziałów danego typu inwestorów w spółkach. Wybrano te rodzaje inwestorów, które są najczęściej spotykane jako udziałowcy w polskich spółkach publicznych, spośród wszystkich inwestorów instytucjonalnych. Wyszczególniono pięć grup podmiotów poddanych badaniu:

- Otwarte Fundusze Emerytalne,
- Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych,
- przedsiębiorstwa zarządzające aktywami (*asset management*),
- fundusze *private equity / venture capital*
- pozostałe rodzaje (towarzystwa ubezpieczeniowe, banki, fundacje oraz Narodowe Fundusze Inwestycyjne).

Ze względu na znikomy udział w polskich spółkach publicznych inwestorów w rodzaju: towarzystw ubezpieczeniowych, banków, fundacji oraz Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, zostali oni przydzieleni do kategorii „pozostali inwestorzy instytucjonalni”.

Obliczenia zostały przeprowadzone zarówno dla wszystkich inwestorów instytucjonalnych ogółem, jak i wyszczególnionych powyżej grup tych podmiotów.

Dokonano podziału spółek wytypowanych do badania pod względem sektora przemysłu, w którym prowadzą działalność:

- budownictwo,
- chemiczny,
- elektromaszynowy i metalowy,
- finanse,
- handel,
- informatyka,
- materiały budowlane,
- media,
- pozostałe usługi,
- przemysł lekki, drzewno-papierniczy, pozostałe,
- spożywczy,
- telekomunikacja.

W tabeli 6 przedstawiono liczbę poszczególnych rodzajów powyżej wymienionych inwestorów w spółkach z badanej próby.

W tej tabeli można również zauważyć znaczny wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek z badanej próby. W ciągu pięciu lat nastąpiło wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie niemal potrojenie udziałowców typu fundusze *pe/vc* oraz OFE, a także prawie dwukrotny wzrost udziałowców typu TFI oraz przedsiębiorstw zarządzających aktywami. Sytuacja ta wynika ze wzrostu zainteresowania tych inwestorów giełdą, jak i z racji nasilenia debiutów na giełdzie w kolejnych latach, dzięki czemu instytucje mogły dokonywać szerszej dywersyfikacji swoich wkładów w spółki.

Tabela 6. Liczba poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych w badanej próbie 344 spółek w latach 2007–2011

Rok	Liczba udziałowców danego rodzaju w badanej próbie							
	Grupy największych udziałowców instytucjonalnych				Kategoria „pozostali instytucjonalni”			
	Otwarte Fundusze Emerytalne	Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych	Zarządzanie aktywami	fundusze pe/vc	Narodowe Fundusze Inwestycyjne	Towarzystwa Ubezpieczeniowe	Banki	Fundacje
2007	57	43	51	14	3	13	10	1
2008	65	78	70	17	4	5	14	1
2009	106	79	84	30	6	5	15	3
2010	135	73	73	31	5	5	24	2
2011	149	89	90	39	6	3	21	3
Razem	512	362	368	131	24	31	84	10

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych statystycznych użytych w badaniu ze względu na różne skale pomiarowe wymagała zastosowania odmiennych metod statystycznych, służących opisowi rozkładu wartości cech oraz badaniu zależności pomiędzy zmiennymi. Przeprowadzone w badaniu wnioskowanie oparto na wynikach uzyskanych na podstawie dwóch grup metod analiz danych statystycznych. Pierwszym rodzajem są miary służące opisowi różnic pomiędzy grupami inwestorów instytucjonalnych pod względem wielkości ekonomicznych i finansowych, charakteryzujących sytuację ekonomiczną spółek, w postaci statystyk tendencji centralnej – średniej oraz mediany. Porównanie wartości średniej arytmetycznej oraz mediany umożliwiło weryfikację stopnia asymetrii rozkładu wartości poszczególnych cech. W przypadku rozkładu symetrycznego, wartość średniej arytmetycznej powinna być równa wartości mediany. O asymetrii prawostronnej należy wnioskować w sytuacji, w której wartość mediany jest mniejsza od wartości średniej. Oznacza to, że 50% obserwowanych jednostek charakteryzowało się wartościami mniejszymi od poziomu średniej. Wyższe wartości zmiennych dla połowy obserwacji, od średniego poziomu, wskazywały na występowanie asymetrii lewostronnej².

W celu weryfikacji wpływu zmiennych jakościowych na poziomy zmiennych ilościowych, przeprowadzono jednoczynnikową analizę wariancji (ANOVA). Analiza

2 W. Starzyńska, *Statystyka praktyczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 82.

wariancji pozwala ocenić oddziaływanie niezależnej zmiennej klasyfikującej, o charakterze jakościowym, mierzonej na skali nominalnej lub porządkowej, na rozkład zmiennej zależnej, mierzonej na skali przedziałowej lub ilorazowej. Poszczególne warianty zmiennej niezależnej stanowią kategorie, czyli poziomy czynnika. Głównym celem metody jest zbadanie istotności różnic między dwoma średnimi dla prób pochodzących z różnych populacji, które odpowiadają poszczególnym wariantom zmiennej jakościowej. Porównania te pozwalają stwierdzić, czy średnie wartości zmiennej mierzonej dla wyróżnionych prób są identyczne, co świadczyłoby o braku różnic w kształtowaniu się zmiennej zależnej. Jeśli czynnik klasyfikujący wpływa na zmienną objaśnianą, to średnie wartości zmiennej zależnej (ilościowej) powinny się istotnie różnić w zależności od kategorii czynnika. Metoda ta pozwala stwierdzić, czy zróżnicowanie obiektów pod względem badanej cechy jest warunkowane przez kategorie badanego czynnika. Analiza polega na podziale łącznej wariancji na sumę kwadratów odchyłeń w obrębie grup oraz składowe, które odnoszą się do różnic pomiędzy średnimi. Na podstawie wyników z próby weryfikowana jest hipoteza o równości dwóch średnich. Hipoteza zerowa stanowi, że wszystkie średnie badanej populacji mają równe wartości, bez względu na czynnik grupujący. Hipoteza alternatywna przyjmuje, że średnie wartości zmiennej zależnej, obliczone dla poszczególnych grup różnią się istotnie³.

Punktem wyjścia w analizie jest model opisujący kształtowanie się zmiennej:

$$Y_{si} = \mu + \alpha_s + e_{si} \quad (s=1, \dots, u; i=1, \dots, n_s),$$

gdzie:

μ – nieznaną średnią wartość dla wszystkich populacji;

α_s – wpływ s -tego poziomu czynnika klasyfikującego;

e_{si} – łączny efekt wpływu innych czynników, który jest zmienną losową spełniającą warunki rozkładu normalnego.

Zmienność całkowita zmiennej zależnej wynika ze zmienności wewnątrzgrupowej oraz zmienności międzygrupowej. Statystyką weryfikującą istotność różnic pomiędzy średnimi dla poszczególnych grup jest statystyka Fishera-Snedecora:

$$F = \frac{SKM}{SKW}$$

gdzie:

SKM – suma kwadratów odchyłeń międzygrupowych;

SKW – suma kwadratów odchyłeń wewnątrzgrupowych.

3 E. Gatnar, M. Walesiak (red.), *Analiza danych jakościowych i symbolicznych z wykorzystaniem programu R*, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 131–134.

Wyznaczoną statystykę F porównuje się z wartością krytyczną F_α odczytaną z tablic dla założonego poziomu istotności oraz stopni swobody. W przypadku, gdy $F \geq F_\alpha$ (lub wartość empirycznego poziomu istotności p -value jest mniejsza od zakładanego poziomu istotności $\alpha = 0,05$) należy odrzucić hipotezę zerową na rzecz alternatywnej, stanowiącej o występowaniu istotnych różnic w wartościach średnich zmiennej zależnej wyznaczonych dla poszczególnych wariantów zmiennej jakościowej. Gdy $F < F_\alpha$ brak podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej, średnie z wartości zmiennej zależnej, wyznaczone dla poszczególnych wariantów zmiennej jakościowej nie różnią się istotnie statystycznie.

W celu określenia liniowej zależności pomiędzy zmiennymi ilościowymi mierzonymi na skali ilorazowej, zastosowano współczynnik korelacji Pearsona, o postaci:

$$r_{x,y} = \frac{\sum_{n=1}^N (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{(N-1)s_x s_y}$$

gdzie:

\bar{x}, \bar{y} – średnia arytmetyczna zmiennej X i Y ;

s_x, s_y – odchylenia standardowe zmiennych X i Y .

Współczynnik liniowej korelacji Pearsona przyjmuje wartości z przedziału $[-1, 1]$. O kierunku zależności pomiędzy cechami świadczy znak współczynnika. Wartości dodatnie współczynnika wskazują, że zmienne są dodatnio skorelowane, co oznacza, że wraz ze wzrostem wartości jednej zmiennej, wartości drugiej zmiennej również wykazują tendencję do wzrostu. W przypadku wartości ujemnych współczynnika należy wnioskować o występowaniu ujemnej korelacji. Wraz ze wzrostem wartości jednej zmiennej, wartości drugiej zmiennej wykazują tendencję spadkową. Wartości bezwzględne współczynnika informują o sile zależności pomiędzy zmiennymi. Przyjmuje się, że wartości współczynnika powyżej 0,7, stanowią o silnej zależności korelacyjnej pomiędzy cechami. Wartości do 0,5 świadczą o średnim poziomie zależności, natomiast do 0,3 – o słabej sile korelacji. Określenie siły i kierunku zależności korelacyjnej pomiędzy zmiennymi jest niewystarczające, jeśli wnioski z analizy próby badawczej należy odnieść do populacji generalnej. W celu zbadania istotności statystycznej współczynnika korelacji liniowej weryfikowana jest hipoteza zerowa przyjmująca zerową wartość współczynnika korelacji (H_0) względem hipotezy przyjmującej wartość współczynnika różną od zera (H_1). Wartość statystyki testowej ma postać:

$$t_e = \frac{r\sqrt{N}}{\sqrt{1-r^2}}$$

Przy założeniu, że próba, na podstawie której wyznaczono statystykę testową jest duża (powyżej 30 obserwacji) z tablic rozkładu normalnego odczytywana jest wartość statystyki krytycznej dla poziomu istotności równego 0,05. Jeśli statystyka obliczeniowa była większa od statystyki krytycznej (empiryczny poziom istotności był mniejszy od 0,05) odrzucano hipotezę zerową na rzecz alternatywnej, przyjmującej istotność związku korelacyjnego.

Do zbadania siły związku pomiędzy cechami jakościowymi (niemierzalnymi) wykorzystano miarę χ^2 (chi-kwadrat) oraz współczynnik V-Cramera. Ze względu na zbyt niską liczebność teoretyczną dla podrób (wariantów) zmiennych, która wyklucza stosowanie testu χ^2 , wnioskowanie przeprowadzono na podstawie testu dokładnego Fishera.

Pierwszym etapem pomiaru zależności korelacyjnej dwóch cech jakościowych jest zbudowanie tablicy kontyngencji (tabeli krzyżowej) zawierającej liczebności realizacji każdego wariantu zmiennych. Miara chi-kwadrat określa różnicę pomiędzy faktyczną a teoretyczną liczebnością w poszczególnych polach tablicy.

$$\chi^2 = \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^l \frac{(n_{ij} - \hat{n}_{ij})^2}{\hat{n}_{ij}}$$

gdzie:

n_{ij} – liczebność empiryczna;

\hat{n}_{ij} – liczebność teoretyczna;

k – liczba wariantów zmiennej X ;

l – liczba wariantów zmiennej Y .

Wartości miernika chi-kwadrat różne od 0 wskazują na istnienie zależności pomiędzy zmiennymi. Nie można jednak stwierdzić, jak silny jest analizowany związek. Miara ta nie posiada górnego zakresu. Wartość chi-kwadrat jest zależna od liczebności zbiorowości. Wraz ze wzrostem liczby badanych jednostek rośnie również wartość miary, co uniemożliwia porównywania siły zależności występujących w różnych grupach. Ze względu na wskazane dwie wady miary, w praktyce stosuje się mierniki, które przyjmują wartości unormowane w przedziale $[0,1]$ i są odporne na zmianę liczebności populacji badanej⁴.

Testowanie istotności wyznaczonej statystyki chi-kwadrat, opiera się na weryfikacji prawdziwości hipotezy przyjmującej brak związku pomiędzy zmiennymi, wobec hipotezy przyjmującej występowanie zależności. Wskazaną wyżej statystykę testową chi-kwadrat porównuje się z wartościami krytycznymi, odczytanymi z tablic rozkładu chi-kwadrat dla określonego poziomu istotności (0,05) oraz stopni swobody $df = (k-1)(l-1)$.

4 J. Suchecka, *Metody statystyczne. Zarys teorii i zadania*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2003, s. 60.

Współczynnik Cramera V – stanowi miarę opartą na statystyce chi-kwadrat. Jest unormowany w przedziale $[0,1]$ oraz odporny zarówno na liczebność badanej próby, jak i nierówności w liczbie wariantów badanych zmiennych.

$$V = \sqrt{\frac{\chi^2}{(m-1)N}}$$

gdzie:

m – liczba kolumn lub wierszy w zależności od tego, która z wartości jest mniejsza;

N – liczebność badanej populacji.

Wartości współczynnika pozwalają wnioskować jedynie o sile korelacji, natomiast nie można na ich podstawie określić kierunku zależności. Oceny istotności statystyki dokonano na podstawie empirycznego poziomu istotności, wygenerowanego w programie SPSS. O występowaniu istotnej statystycznie zależności pomiędzy zmiennymi, świadczyły wartości empirycznego poziomu istotności mniejsze od 0,05⁵.

4.2. Typ inwestora instytucjonalnego a jego powiązania z liczbą i udziałami w spółkach

Celem badania jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, jaki jest udział akcjonariuszy instytucjonalnych na giełdzie warszawskiej i czy ich akcjonariat wzrasta? Uzyskane dane pomogą w odpowiedzi na pytanie, czy inwestorzy instytucjonalni ze względu na swoje udziały w spółkach mogą pełnić w nich teoretycznie realny nadzór korporacyjny, mając do dyspozycji narzędzia opisane w poprzednich rozdziałach? Poniższy podrozdział monografii umożliwia weryfikację pierwszej hipotezy cząstkowej postawionej w niniejszej monografii w kwestii wzrostu udziału inwestorów instytucjonalnych w kolejnych latach w badanej próbie spółek. W tabeli 7 zamieszczono wartości odpowiadające średniej oraz medianie odnośnie do udziałów inwestorów instytucjonalnych oraz ich liczby w poszczególnych latach objętych badaniem.

5 M. Nawojczyk, *Przewodnik po statystyce dla socjologów*, Wydawnictwo Predictive Solutions, SPSS, Kraków 2010, s. 175.

Tabela 7. Średnia oraz mediana liczby i udziałów inwestorów instytucjonalnych

Rok		Suma liczby wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych	Suma akcji wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych	Liczba OFE	Udziały OFE	Liczba TFI	Udziały TFI	Liczba zarządzających aktywami	Udziały zarządzających aktywami	Liczba PE	Udziały PE	Liczba innych inwestorów instytucjonalnych	Udziały innych inwestorów instytucjonalnych
2007	Średnia	0,56	5,0669	0,17	1,3227	0,13	0,8983	0,15	1,1686	0,04	0,8140	0,08	0,7878
	Mediana	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000
2008	Średnia	0,74	7,0116	0,19	1,4709	0,23	1,8459	0,20	2,0116	0,05	0,8837	0,07	0,7035
	Mediana	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000
2009	Średnia	0,95	10,4535	0,31	2,3983	0,23	2,0756	0,24	2,4012	0,09	2,0930	0,08	1,3663
	Mediana	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000
2010	Średnia	1,01	11,3401	0,39	3,1366	0,21	1,9797	0,21	2,1773	0,09	2,2093	0,10	1,7326
	Mediana	1,00	5,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000
2011	Średnia	1,16	12,9651	0,43	3,4855	0,26	2,1948	0,26	2,4419	0,11	3,2994	0,10	1,4157
	Mediana	1,00	7,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000
Ogółem	Średnia	0,88	9,3674	0,30	2,3628	0,21	1,7988	0,21	2,0401	0,08	1,8599	0,09	1,2012
	Mediana	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000	0,00	0,0000

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7 pokazuje stały wzrost zarówno udziałów inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach giełdowych, jak i przyrost ich liczby. Liczba wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych stale wzrastała w badanym okresie. W 2007 roku średnio co druga spółka zarejestrowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie posiadała inwestora instytucjonalnego. W latach 2010–2011 na każdą spółkę przypadał średnio jeden inwestor instytucjonalny. W przypadku średniej sumy akcji, znajdujących się w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych, w badanym okresie nastąpiło podwojenie średnich udziałów inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach publicznych ze średnio 5,0669% akcji w 2007 roku do 12,9651% w 2011 roku przypadających na jedną instytucję.

Mediana wynosi 0 w tabeli 7 w przypadku, gdy w 50% spółek nie było akcjonariuszy instytucjonalnych. Znaczący wzrost mediany jest zauważalny w ostatnich dwóch latach badania. Wskaźnik ten w przypadku sumy akcji wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych wynosi odpowiednio 5 w 2010 roku oraz 7 w 2011 roku, co oznacza, że np. w 2011 roku połowa udziałowców instytucjonalnych posiadała udziały poniżej progu 7%, druga połowa zaś miała pakiety akcji powyżej tej wartości.

Jeśli przeanalizuje się zmiany średniej liczby i udziałów poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych, można zauważyć stały wzrost zarówno średniej ich liczby, jak i średnich udziałów w kolejnych latach w badaniu. Liczba OFE zwiększyła się ze średnio 0,17 sztuk na spółkę w 2007 roku do 0,43 w 2011 roku. Średnia liczba akcji wzrosła zaś z 1,3227% na spółkę w 2007 roku do 3,4855% w 2011 roku. Wzrost akcjonariatu TFI jest zauważalnie mniejszy w badanym okresie. Średnia liczba TFI na spółkę wzrosła z 0,13 do 0,26%, udziały zaś zwiększyły się z 0,8983 do 2,1948%. W przypadku zarządzających aktywami, nastąpił umiarkowany wzrost ich liczby w badanym okresie z średnio 0,15 do 0,26% przedsiębiorstwa *asset management* na spółkę. Średnie udziały zarządzających aktywami uległy podwojeniu w okresie 2007–2011 z 1,1686 do 2,4419%. Największy przyrost średnich udziałów w porównaniu z relatywnie niewielkim wzrostem liczby inwestorów miał miejsce w badanej próbie w przypadku funduszy *private equity / venture capital*. Sytuacja ta wynika z tego, że Polska jest atrakcyjnym rynkiem dla tego typu funduszy, ponieważ niewiele tego typu inicjatyw funkcjonuje w naszym kraju, więc panuje pomiędzy nimi mniejsza konkurencja i istnieje wiele niewykorzystanych, potencjalnie bardzo opłacalnych możliwości inwestycyjnych. Dodatkowo Polska zajmuje wysokie, 28. miejsce w rankingu najbardziej atrakcyjnych dla funduszy *venture capital* oraz *private equity* rynków świata⁶. Niemal połowa inwestycji dokonanych przez tego typu fundusze w Europie Środkowo-Wschodniej w XXI w. przeprowadzona została w Polsce. W ciągu ostatniej dekady przyniosły one najwyższe stopy zwrotu z inwestycji w tym regionie⁷.

Najmniejszy wzrost, zarówno średnich udziałów, jak i średniej liczby danego rodzaju instytucji na spółkę zanotowano w przypadku kategorii „inni inwestorzy instytucjonalni” (banki, NFI, fundacje, towarzystwa ubezpieczeniowe). Sytuację tą można tłumaczyć na trzy sposoby:

6 Zestawienie przygotowali eksperci z Uniwersytetu Nawarry. Szerzej patrz: Egospodarka, 9 września 2013, <http://www.egospodarka.pl/98664,Fundusze-Venture-Capital-i-Private-Equity-cenia-Polske,1,39,1.html> [dostęp: 06.10.2016].

7 Na przykład w okresie 2004–2013 najpopularniejszymi branżami dla funduszy *venture capital* oraz *private equity* działających w Polsce były technologie informacyjne, media i komunikacja (19%), produkcja przemysłowa (18%), sektor medyczny (13%), a także handel detaliczny (12%). *Polska atrakcyjnym rynkiem dla funduszy private equity i venture capital*, Newseria, 6 lutego 2015, <https://inwestor.newseria.pl/newsy/polska-atrakcyjnym-rynkiem,p1487342506> [dostęp: 06.10.2016].

- podmioty wchodzące w skład tej kategorii są nielicznie reprezentowane na polskiej giełdzie, dotyczy to przede wszystkim fundacji, NFI oraz towarzystw ubezpieczeniowych (patrz: tabela 6 – liczba poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych w badanej próbie 344 spółek z podziałem na lata);
- inwestowanie w akcje spółek giełdowych jest niejednokrotnie tylko poboczną formą działalności inwestora (banki);
- inwestorzy (głównie fundacje i towarzystwa ubezpieczeniowe, często banki) nastawieni są na dywersyfikację portfela i bardziej cenią bezpieczeństwo wkładów w długim okresie, niż możliwość zysku w krótkim terminie obciążoną wysokim ryzykiem; instytucje te inwestują swoje środki w źródła obciążone mniejszym ryzykiem niż akcje, a jeśli dokonują inwestycji w spółki giełdowe, to wybierają te o ugruntowanej pozycji, pozwalające sądzić, że w długim okresie ceny ich akcji nie będą podlegały wysokim fluktuacjom.

Można zauważyć, że udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie polskich spółek publicznych wzrasta, więc w teorii mogą oni w sprawować dokładniejszy nadzór nad spółkami i ich menedżerami, coraz lepiej wykorzystując dostępne im narzędzia i metody oddziaływania na menedżerów i nakłaniania ich do podejmowania ewentualnych działań naprawczych w spółkach. Większy udział instytucji na polskiej giełdzie powinien prowadzić do odchodzenia od strategii „głosowania nogami” poprzez sprzedaż akcji spółek, skutkując większym udziałem instytucji w nadzorze i zarządzaniu spółkami w celu wyeliminowania ewentualnych problemów w nich występujących, co zostanie zweryfikowane w dalszej części publikacji.

4.3. Typ pierwszego inwestora dominującego a różnice w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych

W niniejszym podrozdziale zostanie poddana weryfikacji druga hipoteza cząstkowa przyjmująca, że inwestorzy instytucjonalni inwestują w spółki, w których jest obecny inwestor dominujący, przerzucając na niego kwestie sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółką. Inwestor dominujący jest postrzegany przez inwestorów instytucjonalnych jako gwarant przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego w spółce, więc instytucje częściej inwestują w akcję spółek, w których jest obecny inwestor dominujący, wierząc, że będzie on we własnym interesie, ale z korzyścią dla pozostałych udziałowców nadzorował kierownictwo spółki, wobec czego zakup akcji spółki z inwestorem dominującym jest postrzegany przez inwestora instytucjonalnego jako bezpieczniejszy.

Akcjonariusz większościowy to podmiot sprawujący kontrolę nad spółką dzięki posiadanym akcjom, zaś akcjonariusz dominujący może sprawować kontrolę nad spółką nie tyle za pomocą posiadanych akcji, co poprzez dysponowanie odpowiednio dużą liczbą głosów, dzięki posiadaniu akcji uprzywilejowanych. W niniejszej monografii pojęcia te są stosowane naprzemiennie, ponieważ służą określeniu akcjonariusza, który posiada zdecydowaną przewagę nad pozostałymi udziałowcami w kwestii posiadanych akcji lub głosów w spółce.

Inwestorem dominującym jest więc ten, który posiada największy pakiet akcji lub głosów w spółce, jest w niej największym udziałowcem, posiadającym często-kroć kontrolny pakiet akcji. W państwach anglosaskich ze względu na znaczne rozproszenie akcjonariatu, przyjmuje się zazwyczaj, że osoba lub podmiot będące w posiadaniu 30% głosów mają pełną kontrolę nad spółką. W krajach Europy kontynentalnej, przyjmuje się zazwyczaj, że pełną kontrolę nad spółką publiczną sprawuje akcjonariusz, który zgromadzi 50% + 1 udział. W Polsce dominujący akcjonariusz ma średnio 41% akcji spółki⁸. Nawet w przypadku, gdy inwestor dominujący nie posiada pakietu kontrolnego (50% + 1 akcji spółki), może realnie oddziaływać na menedżerów i wpływać na decyzje podejmowane na WZA spółki. Sytuacja taka ma miejsce, gdy w spółce występuje rozproszony akcjonariat. W takim wypadku akcjonariusz dominujący może realnie oddziaływać na spółkę, posiadając np. 20% akcji, podczas gdy kolejni udziałowcy posiadają znacznie mniejsze pakiety (np. w granicach kilku procent). Jeżeli udziałowcy mniejszościowi, współpracując ze sobą nie zdołają zebrać równoważnej lub większej sumy głosów, wtedy nie mają szansy przeciwstawić się inicjatywom inwestora dominującego.

Z drugiej jednak strony, inwestor dominujący może być uznawany za gwaranta przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego w spółce. Jak wspomniano wcześniej w niniejszej monografii, nadzór korporacyjny jest z reguły wykonywany przez dużych akcjonariuszy⁹, którzy dysponują odpowiednimi środkami i wiedzą niezbędną w sprawowaniu kontroli nad spółkami portfelowymi. Inwestorzy większościowi mają większą motywację do prowadzenia efektywnego nadzoru nad spółkami niż inwestorzy mniejszościowi, ponieważ posiadają większe udziały, o które muszą dbać¹⁰. Dlatego też częstokroć wybierają strategię „głosu”, zamiast strategii „wyjścia”, czyli podejmują aktywne działania w procesie kontroli i monitoringu decyzji podejmowanych przez menedżerów spółek giełdowych.

Innym argumentem przeświadczającym o pozytywnej roli inwestora dominującego w procesie nadzoru nad spółką jest to, że inwestorzy dominujący z reguły nabywają udziały w danej spółce raczej nie w celu niezwłocznej ich odsprzedaży, lecz raczej są zainteresowani stabilnym wzrostem spółki w długim okresie,

8 D. Dobija, I. Koładkiewicz, *op. cit.*, s. 71.

9 A. Shleifer, R. Vishny, *op. cit.*, s. 739.

10 D. Dobija, I. Koładkiewicz, *op. cit.*, s. 71.

stąd powinni być zainteresowani sposobem jej funkcjonowania¹¹. Akcjonariusze mniejszościowi, a wśród nich także instytucjonalni mogą nie dysponować środkami i najaktualniejszymi informacjami, aby efektywnie nadzorować i brać udział w WZA spółek, których są udziałowcami. Nawet, jeśli posiadają wystarczające środki, często okazuje się, że bardziej opłacalne wydaje się wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji, niż wymuszenie na kierownictwie spółki procesów naprawczych. Do podmiotów predestynowanych do pełnienia szczególnej funkcji w nadzorze korporacyjnym można więc zaliczyć inwestorów większościowych.

Należy jednak zauważyć, że obecność w spółce inwestora dominującego posiada zarówno aspekt pozytywny, jak i negatywny. D. Dobija i I. Koładkiewicz jako skutki negatywne obecności w przedsiębiorstwie inwestora dominującego podają: ryzyko zdominowania spółki przez inwestora dominującego w celu realizacji własnych interesów, obsadzanie przez niego stanowisk menedżerskich w spółce swoimi reprezentantami, ryzyko wyprowadzania ze spółki zysków i wartości przez akcjonariusza większościowego, czy wreszcie możliwość przejawiania bierności przez tego inwestora, który nie będzie angażował się w procesy nadzoru nad spółką. Autorki te wśród pozytywnych skutków obecności w spółce inwestora dominującego podają: większe możliwości kontroli i dyscyplinowania menedżerów, a przy okazji realizowania własnego interesu – dbanie o interesy pozostałych udziałowców. Dodatkowo udziałowiec większościowy często aktywnie angażuje się w zarządzanie spółką, pracując na stanowisku kierownika lub dyrektora. Sytuacja taka ma miejsce, gdy akcjonariuszem spółki jest członek zarządu, rady nadzorczej lub jest wybranym do tych organów przedstawicielem inwestora instytucjonalnego lub branżowego¹².

D. Dobija oraz I. Koładkiewicz powołując się na badania przeprowadzone przez Neuna i Santerre zauważają, że obecność udziałowca dominującego korzystnie wpływa na wzrost zyskowności spółek. Ograniczanie władzy i znaczenia menedżerów w spółce na rzecz inwestora większościowego prowadzi do wzrostu zysków spółek, lecz jedynie do momentu, w którym przewaga ta zostanie zniwelowana przez negatywne efekty związane z obecnością w spółce inwestora dominującego w postaci postępującego transferu wartości spółki i wzrostu obciążeń związanych z polityką dywidendową¹³.

Przytoczone powyżej informacje pozwalają przypuszczać, że inwestor dominujący może być uznawany przez pozostałych udziałowców za gwaranta przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego w spółce. Jeżeli posiada w niej znaczne udziały, z reguły dysponuje odpowiednimi środkami i jest zainteresowany tym, aby spółka była dobrze zarządzana przez menedżerów. Inwestor dominujący nadzoruje więc

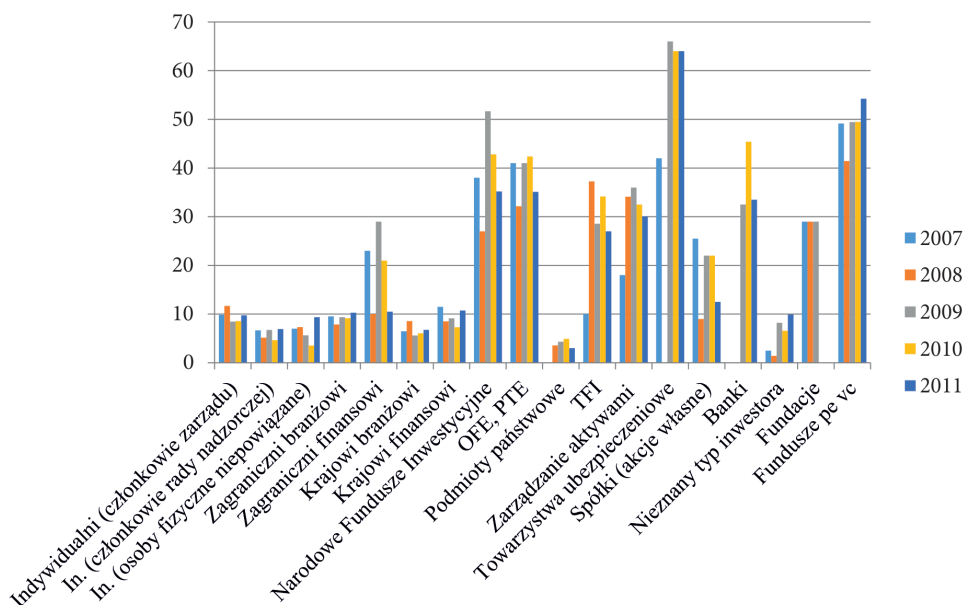
11 A. Wierzbicka, *Rola inwestorów w rozwoju nadzoru korporacyjnego*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 263, s. 185–186.

12 D. Dobija, I. Koładkiewicz, *op. cit.*, s. 71.

13 *Ibidem*, s. 72.

spółkę, na czym korzystają mniejszościowi udziałowcy zarówno instytucjonalni, jak i indywidualni, którzy nie muszą już poświęcać tym czynnościom uwagi, ufni, że dopilnuje tego inwestor dominujący, zważywszy na jego mocne zaangażowanie finansowe w akcje spółki. Jest to rozwiązanie korzystne zarazem dla inwestorów indywidualnych, którzy częstokroć nie posiadają odpowiedniej wiedzy, funduszy czy aktualnych danych, aby efektywnie nadzorować spółkę, jak i dla mniejszościowych inwestorów instytucjonalnych, dla których nadzorowanie swoich spółek portfelowych może okazywać się nieopłacalne w przypadku, gdy posiadają wysoce zdywersyfikowane portfele.

Na rysunku 5 uwypuklono, w jaki sposób typ inwestora dominującego wpływa na różnicę w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych.



Rysunek 5. Typ pierwszego inwestora dominującego a różnice w średnim procentowym udziale inwestorów instytucjonalnych w latach 2007–2011

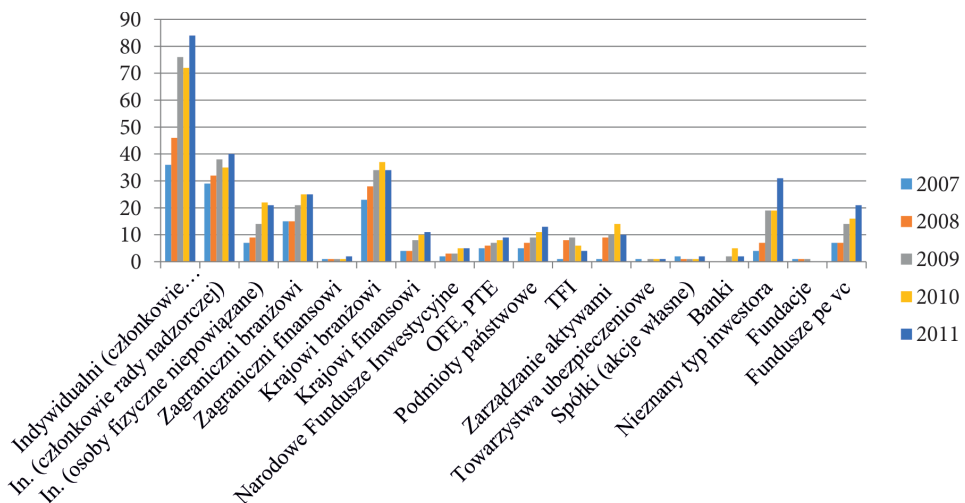
Źródło: opracowanie własne.

Z rysunku 5 wynika, że inwestorzy instytucjonalni mają średnio najwięcej udziałów w spółkach, w których investorem dominującym jest inny inwestor instytucjonalny¹⁴. Należy podkreślić, że dla wszystkich lat na powyższym rysunku występuje istotność statystyczna poniżej 0,05 w przypadku, gdy porówna się typ

¹⁴ Sytuacja ta może wynikać ze stosowania przez część inwestorów instytucjonalnych tzw. efektu gapowicza (*free rider*). Instytucje inwestują w te spółki, które przynajmniej w teorii zostały pozytywnie zweryfikowane przez innych inwestorów instytucjonalnych, skoro ci ostatni zdecydowali się na przejście kontrolnych pakietów akcji tych podmiotów.

pierwszego inwestora dominującego z różnicami w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych¹⁵. Występowanie powyższej istotności statystycznej oznacza, że typ inwestora dominującego ma istotne statystycznie znaczenie dla udziałów inwestorów instytucjonalnych w spółce. Wydaje się, że w każdym przypadku, gdy istnieje w spółce inwestor dominujący, posiadający znaczny pakiet jej akcji, jest to sytuacja korzystna dla inwestorów instytucjonalnych, dla których powstaje dzięki temu zachęta, aby nabywać akcje takiej spółki. Inwestor dominujący może być w takiej sytuacji postrzegany przez instytucję jako gwarant jej interesów oraz podmiot nadzorujący spółkę oraz rozliczający jej menedżerów z przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego. Posiadając znaczny pakiet akcji, inwestor dominujący ma liczący się głos na WZA spółki. Posiadanie udziałów w spółce, w której akcjonariuszem jest inwestor dominujący jest korzystne dla instytucji, która skłania się ku dywersyfikacji swojego portfela akcji w celu zminimalizowania ewentualnych strat, ponieważ, koszty nadzoru i próby ewentualnej naprawy spółek z portfela mogą okazać się zbyt wysokie, aby inwestorowi instytucjonalnemu opłacało się podejmować tego typu inicjatywy. Inwestor dominujący jest więc postrzegany jako podmiot, który nadzorując i podejmując ewentualne próby naprawy lub zmiany kierownictwa spółki we własnym interesie, dba pośrednio o interesy inwestorów mniejszościowych – w tym także instytucjonalnych.

Liczbę poszczególnych rodzajów inwestorów dominujących w polskich spółkach publicznych w okresie 2007–2011 zilustrowano na rysunku 6.



Rysunek 6. Liczba poszczególnych rodzajów inwestorów dominujących w polskich spółkach publicznych w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne.

¹⁵ Jedynie dla roku 2007 w przypadku gdy inwestorem dominującym jest Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych, nie ma istotności statystycznej (istotność na poziomie 0,924).

Jak można wywnioskować z rysunku 6, w badanym okresie największą grupę inwestorów dominujących stanowili członkowie zarządu, zaś zaraz po nich członkowie rady nadzorczej oraz inwestorzy krajowi branżowi.

W dalszej kolejności w badaniu określono zależność pomiędzy typem pierwszego inwestora dominującego a liczbą inwestorów instytucjonalnych (suma liczby wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych – tabela 8).

Tabela 8. Typ pierwszego inwestora dominującego a suma spółek z akcjonariuszem instytucjonalnym w latach 2007–2011*

Wyszczególnienie	2007**A	2007***B	2008 A	2008 B	2009 A	2009 B	2010 A	2010 B	2011 A	2011 B
Indywidualni (członkowie zarządu)	36	22	46	34	76	47	72	43	84	49
Indywidualni (członkowie rady nadzorczej)	29	11	32	15	38	21	35	18	40	25
Indywidualni (osoby fizyczne niepowiązane)	7	4	9	7	14	6	22	8	21	11
Zagraniczni branżowi	15	10	15	8	21	14	25	16	25	19
Zagraniczni finansowi	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1
Krajowi branżowi	23	13	28	16	34	15	37	20	34	19
Krajowi finansowi	4	2	4	2	8	4	10	4	11	7
Narodowe Fundusze Inwestycyjne	2	2	3	3	3	3	5	5	5	5
OFE, PTE	5	5	6	6	7	7	8	8	9	9
Podmioty państwowe	5	0	7	2	9	4	11	5	13	4
TFI	1	1	8	8	9	9	6	6	4	4
Zarządzanie aktywami	1	1	9	9	10	10	14	14	10	10
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1
Spółki (akcje własne)	2	2	1		1	1	1	1	2	1
Banki	0	0	0	0	2	2	5	5	2	2
Nieznaný typ inwestora	4	1	7	1	19	11	19	10	31	18
Fundacje	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
Fundusze <i>pe/vc</i>	7	7	7	7	14	14	16	16	21	21

* Testy Chi-kwadrat Pearsona dla wszystkich lat w powyższej tabeli otrzymano na poziomie 0,001 dla roku 2011 i 0,000 dla pozostałych lat. Są niższe niż 0,05, więc zmienne są zależne, korelacja występuje.

** A – liczba inwestorów dominujących danego rodzaju w poszczególnych latach badania,
*** B – w tym liczba spółek z danym inwestorem, w których udział mają inwestorzy instytucjonalni.

Źródło: opracowanie własne.

Najwięcej inwestorów instytucjonalnych (tabela 8) w okresie 2007–2011 preferowało udziały w spółkach, w których inwestorem dominującym był członek rady nadzorczej lub zarządu. W przypadku 2007 roku, spośród 36 spółek z badanej próby 344, posiadających pierwszego inwestora dominującego w postaci członka zarządu, 22 posiadało jednego lub więcej udziałowców instytucjonalnych (w 2011 roku odpowiednio 49 spółek z 84). Mniej atrakcyjna dla instytucji, lecz nadal istotna jest sytuacja, w której posiadaczem największego pakietu jest aktualny lub był członek rady nadzorczej. Spośród 29 tego typu przypadków, wśród spółek w 2007 roku, 11 posiadało inwestorów instytucjonalnych (w 2011 już 25 z 40).

Wydaje się, że kierownictwo spółki jest postrzegane przez instytucje jako bardziej wiarygodne i rzetelne w kwestiach zarządzania przedsiębiorstwem w sytuacji, gdy menedżerowie posiadają w spółce dominujący pakiet akcji niż w przypadku, gdy jedynie otrzymują wynagrodzenie z tytułu zarządzania spółką. Posiadając znaczny pakiet akcji, menedżer będzie bardziej skłonny do lepszego zarządzania spółką, ponieważ jest jej udziałowcem i ewentualne straty dla przedsiębiorstwa mogą okazać się dotkliwsze, dla menedżera niż strata stanowiska pracy w spółce.

Podobnie duża liczba inwestorów instytucjonalnych lokuje swoje wkłady w spółkach, w których inwestorem dominującym jest inwestor branżowy, zarówno krajowy, jak i zagraniczny. Tego typu podmioty lepiej znają się na specyfice funkcjonowania danego sektora, w którym działa spółka i tym samym instytucje zakładają, że udziałowiec branżowy przejmie na siebie obowiązki nadzorcze, a także lepiej poradzi sobie z ewentualnymi działaniami naprawczymi w spółce.

Należy zauważyć, że w przypadku, gdy inwestorem dominującym jest inny inwestor instytucjonalny lub podmiot państwowy, czynnik ten nie wpływa na znaczny akcjonariat instytucjonalny w spółkach. Jedyny wyjątek stanowią fundusze *pe/vc* oraz przedsiębiorstwa zarządzające aktywami. Wydaje się, że inwestor instytucjonalny może nie być postrzegany jako wystarczający gwarant odpowiedniego nadzoru spółki. Dodatkowo należy zauważyć, że w przypadku wielu instytucji nie mogą one być w praktyce inwestorami dominującymi w spółkach lub są nimi w nielicznych przypadkach z racji ograniczeń prawnych w kwestii maksymalnego udziału w portfelu inwestycyjnym akcji jednego emitenta (TFI, OFE).

W tabeli 9 przedstawiono zależność pomiędzy typem pierwszego inwestora dominującego, a liczbą udziałowców z grupy Otwartych Funduszy Emerytalnych.

Analizując kwestię akcjonariatu Otwartych Funduszy Emerytalnych a udziałowców dominujących w spółkach (tabela 9), można zauważyć korelację pomiędzy tymi zmiennymi. Należy jednak zwrócić uwagę na to, że liczba spółek posiadających inwestora dominującego a niemająca udziałowca w postaci OFE odbiega od średniej dla wszystkich inwestorów instytucjonalnych. W 2007 roku na 146 spółek posiadających inwestora dominującego, jedynie 39 posiadało udziałowców w postaci OFE. W 2011 roku zaś tylko 99 na 315. Wydaje się, że OFE preferują spółki z akcjonariuszem dominującym, który jak wspomniano wcześniej, ze względu na wysoką skalę zaangażowania w spółkę (zainwestowanie poważnej kwoty w akcje spółki) będzie

bardziej skłonny do prowadzenia czynnego i efektywnego nadzoru nad swoją spółką portfelową niż przeciętny akcjonariusz. Sytuacja taka powinna okazać się korzystna dla pozostałych udziałowców, czerpiących korzyści z nacisku na kierownictwo spółki ze strony inwestora dominującego w kwestii lepszego przestrzegania norm nadzoru korporacyjnego. Tego typu strategia inwestycyjna OFE niesie ze sobą, oprócz względnego podniesienia poziomu bezpieczeństwa inwestycji (istnieje podmiot, który z wysokim prawdopodobieństwem będzie starannie nadzorować menedżerów), także znaczne ograniczenie kosztów związanych z monitorowaniem spółek, co jest szczególnie istotne w przypadku strategii inwestycyjnych nastawionych na wysoką dywersyfikację.

Tabela 9. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem OFE w latach 2007–2011*

Wyszczególnienie	2007 **A	2007 ***B	2008 A	2008 B	2009 A	2009 B	2010 A	2010 B	2011 A	2011 B
Indywidualni (członkowie zarządu)	36	11	46	17	76	20	72	18	84	25
Indywidualni (członkowie rady nadzorczej)	29	5	32	7	38	9	35	8	40	13
Indywidualni (osoby fizyczne niepowiązane)	7	1	9	0	14	2	22	5	21	5
Zagraniczni branżowi	15	6	15	5	21	10	25	11	25	13
Zagraniczni finansowi	1	1	1	0	1	1	1	1	2	1
Krajowi branżowi	23	3	28	4	34	3	37	7	34	7
Krajowi finansowi	4	1	4	0	8	2	10	3	11	5
Narodowe Fundusze Inwestycyjne	2	1	3	0	3	0	5	1	5	1
OFE, PTE	5	5	6	6	7	7	8	8	9	9
Podmioty państwowe	5	0	7	2	9	4	11	5	13	4
TFI	1	0	8	1	9	1	6	2	4	0
Zarządzanie aktywami	1	0	9	3	10	4	14	3	10	2
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0
Spółki (akcje własne)	2	1	1	0	1	1	1	1	2	0
Banki	0	0	0	0	2	0	5	0	2	0
Nieznaný typ inwestora	4	1	7	0	19	6	19	8	31	8
Fundacje	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Fundusze <i>pe/vc</i>	7	2	7	2	14	5	16	6	21	6

* Istotność asymptotyczna (dwustronna) w teście Chi-kwadrat Pearsona wyniosła 0,017 w 2008 roku, 0,001 w 2011 roku i 0,000 dla lat 2007, 2009 i 2010.

** A – liczba inwestorów dominujących danego rodzaju w poszczególnych latach badania,

*** B – w tym liczba spółek z danym inwestorem, w których udział mają OFE.

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 10 zestawiono dane na temat zależności pomiędzy typem pierwszego inwestora dominującego a liczbą Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych będących udziałowcami w polskich spółkach publicznych.

Tabela 10. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem TFI w latach 2007–2011*

Wyszczególnienie	2007 **A	2007 B***	2008 A	2008 B	2009 A	2009 B	2010 A	2010 B	2011 A	2011 B
Indywidualni (członkowie zarządu)	36	7	46	15	76	23	72	20	84	25
Indywidualni (członkowie rady nadzorczej)	29	4	32	2	38	2	35	4	40	8
Indywidualni (osoby fizyczne niepowiązane)	7	3	9	6	14	4	22	1	21	4
Zagraniczni branżowi	15	1	15	3	21	4	25	4	25	2
Zagraniczni finansowi	1	0	1	1	1	1	1	1	2	1
Krajowi branżowi	23	5	28	9	34	8	37	7	34	5
Krajowi finansowi	4	1	4	0	8	1	10	1	11	2
Narodowe Fundusze Inwestycyjne	2	1	3	0	3	0	5	2	5	2
OFE, PTE	5	4	6	3	7	2	8	2	9	1
Podmioty państwowe	5	0	7	0	9	0	11	1	13	0
TFI	1	1	8	8	9	9	6	6	4	4
Zarządzanie aktywami	1	0	9	4	10	3	14	6	10	5
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0
Spółki (akcje własne)	2	1	1	1	1	1	1	1	2	0
Banki	0	0	0	0	2	0	5	0	2	0
Nieznany typ inwestora	4	0	7	0	19	5	19	3	31	5
Fundacje	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Fundusze <i>pe/vc</i>	7	2	7	2	14	4	16	4	21	4

* Istotność w teście Chi-kwadrat Pearsona dla roku 2007 – 0,342, 2008 – 0,001, 2009 – 0,000, 2010 – 0,004, 2011 – 0,066. Dla lat 2007 oraz 2011 brak istotności.

** A – liczba inwestorów dominujących danego rodzaju w poszczególnych latach badania,

*** B – w tym liczba spółek z danym inwestorem, w których udział mają TFI.

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku TFI (tabela 10) – fundusze preferują spółki, w których pierwszym inwestorem dominującym jest członek zarządu. W 2007 roku TFI posiadały udziały w 7 na 36 spółek, w których członek zarządu pełnił funkcję inwestora dominującego. W przypadku 2011 roku było to odpowiednio 25 z 84. Brak istotności dla danych z lat 2007 oraz 2011 można prawdopodobnie tłumaczyć wpływem kryzysów

gospodarczych – światowego zapoczątkowanego na rynku nieruchomości w USA w 2007 roku oraz kryzysu w strefie euro z 2011 roku. Kryzysy mogły osłabić wpływ czynnika, branego pod uwagę przez instytucje przy komponowaniu swojego portfela inwestycyjnego, jakim jest obecność w spółce dbającego o przestrzeganie zasad nadzoru korporacyjnego i dyscyplinującego menedżerów inwestora dominującego. W dobie kryzysu większym zagrożeniem stają się czynniki zewnętrzne w stosunku do spółki, wynikające z krachu gospodarczego niż ewentualne zagrożenia wewnętrzne w spółce, które mogłyby zostać wychwycone i naprawione przez sumiennie nadzorującego menedżerów inwestora dominującego. Z powyższego względu wydaje się, że przy dokonywaniu wyboru spółki instytucje, a w szczególności TFI, które mają przede wszystkim dbać o wkłady swoich klientów, przypisują większe znaczenie czynnikom zewnętrznym, w których funkcjonuje spółka i generowanym przez nie zagrożeniom i szansom, niż kwestii występowania bądź nie w spółce udziałowca pełniącego funkcję „żandarma” w kwestii przestrzegania zasad ładu korporacyjnego w spółce.

W tabeli 11. zebrano dane na temat liczby zarządzających aktywami w spółkach w zależności od typu pierwszego inwestora dominującego w latach 2007–2011.

Tabela 11. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem zarządzającym aktywami (*asset management*) w poszczególnych latach 2007–2011*

Wyszczególnienie	2007 **A	2007 ***B	2008 A	2008 B	2009 A	2009 B	2010 A	2010 B	2011 A	2011 B
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Indywidualni (członkowie zarządu)	36	10	46	12	76	18	72	13	84	21
Indywidualni (członkowie rady nadzorczej)	29	5	32	6	38	10	35	5	40	8
Indywidualni (osoby fizyczne niepowiązane)	7	1	9	3	14	1	22	4	21	4
Zagraniczni branżowi	15	5	15	4	21	5	25	2	25	6
Zagraniczni finansowi	1	1	1	1	1	1	1	0	2	0
Krajowi branżowi	23	6	28	7	34	5	37	6	34	6
Krajowi finansowi	4	2	4	2	8	2	10	3	11	3
Narodowe Fundusze Inwestycyjne	2	0	3	0	3	1	5	3	5	2
OFE, PTE	5	5	6	3	7	4	8	4	9	5
Podmioty państwowe	5	0	7	1	9	1	11	1	13	1
TFI	1	0	8	4	9	2	6	2	4	0
Zarządzanie aktywami	1	1	9	9	10	10	14	14	10	10
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1	0	0	0	1	0	1	0	1	0
Spółki (akcje własne)	2	2	1	0	1	0	1	0	2	0

Tabela 11 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Banki	0	0	0	0	2	0	5	0	2	0
Nieznany typ inwestora	4	0	7	1	19	5	19	4	31	7
Fundacje	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Fundusze <i>pe/vc</i>	7	3	7	2	14	3	16	4	21	4

* Istotność w teście Chi-kwadrat Pearsona dla roku 2007 – 0,001, 2008 – 0,015, 2009 – 0,000, 2010 – 0,000, 2011 – 0,018.

** A – liczba inwestorów dominujących danego rodzaju w poszczególnych latach badania,

*** B – w tym liczba spółek z danym inwestorem, w których udział mają zarządzający aktywami.

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku zarządzających aktywami (tabela 11), preferowanym typem inwestora dominującego w spółkach, w których posiadają oni udziały są członkowie zarządu (10 spółek z 36 w 2007 roku i 21 na 84 w 2011 roku).

W tabeli 12 porównano liczbę akcjonariuszy typu *private equity / venture capital* w polskich spółkach publicznych w zależności od typu pierwszego inwestora dominującego.

Tabela 12. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem typu fundusz *private equity / venture capital* w poszczególnych latach 2007–2011*

Wyszczególnienie	2007 **A	2007 ***B	2008 A	2008 B	2009 A	2009 B	2010 A	2010 B	2011 A	2011 B
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Indywidualni (członkowie zarządu)	36	2	46	4	76	3	72	4	84	1
Indywidualni (członkowie rady nadzorczej)	29	0	32	1	38	4	35	2	40	2
Indywidualni (osoby fizyczne niepowiązane)	7	0	9	1	14	0	22	0	21	0
Zagraniczni branżowi	15	1	15	0	21	1	25	2	25	2
Zagraniczni finansowi	1	0	1	0	1	0	1	0	2	0
Krajowi branżowi	23	0	28	1	34	2	37	1	34	2
Krajowi finansowi	4	0	4	0	8	0	10	0	11	1
Narodowe Fundusze Inwestycyjne	2	0	3	0	3	0	5	0	5	0
OFE, PTE	5	1	6	0	7	1	8	0	9	0
Podmioty państwowe	5	0	7	0	9	0	11	0	13	0
TFI	1	0	8	0	9	0	6	0	4	0
Zarządzanie aktywami	1	0	9	2	10	3	14	2	10	1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1	0	0	0	1	0	1	0	1	0
Spółki (akcje własne)	2	0	1	0	1	0	1	0	2	0
Banki	0	0	0	0	2	0	5	1	2	0
Nieznany typ inwestora	4	0	7	0	19	0	19	0	31	3
Fundacje	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Fundusze <i>pe/vc</i>	7	7	7	7	14	14	16	16	21	21

* Istotność w teście Chi-kwadrat Pearsona dla wszystkich lat z przedziału 2007–2011 wynosił 0,000.

** A – liczba inwestorów dominujących danego rodzaju w poszczególnych latach badania,

*** B – w tym liczba spółek z danym inwestorem, w których udział mają fundusze private equity / venture capital.

Źródło: opracowanie własne.

Fundusze *private equity / venture capital* (tabela 12) w kwestii inwestora dominującego przejawiają podobną prawidłowość jak zarządzający aktywami. Ze względu jednak na mniejszą liczebność udziałowców typu *private equity / venture capital* w badanym okresie (131 funduszy *private equity / venture capital* i 368 przedsiębiorstw zarządzających aktywami), liczby inwestorów dominujących są mniejsze. W 2007 roku jedynie dwie spółki z inwestorem dominującym w postaci członka zarządu posiadały udziałowca w postaci funduszu *pe/vc*, zaś w 2011 roku tylko 1. Największa liczba funduszy *pe/vc* jest udziałowcami w spółkach, w których podmiot tego typu pełni rolę inwestora dominującego. Na przykład w 2007 roku sytuacja taka miała miejsce w przypadku siedmiu spółek, natomiast w 2011 roku już 21.

W tabeli 13 przedstawiono zależność pomiędzy pierwszym inwestorem dominującym w spółce, a liczbą akcjonariuszy zaliczanych do kategorii „pozostali udziałowcy instytucjonalni”, w skład której wchodzi takie podmioty jak: Narodowe Fundusze Inwestycyjne, Towarzystwa Ubezpieczeniowe, banki oraz fundacje.

Tabela 13. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem z grupy „inni inwestorzy instytucjonalni” w latach 2007–2011*

Wyszczególnienie	2007 A**	2007 B***	2008 A	2008 B	2009 A	2009 B	2010 A	2010 B	2011 A	2011 B
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Indywidualni (członkowie zarządu)	36	4	46	3	76	3	72	4	84	4
Indywidualni (członkowie rady nadzorczej)	29	2	32	2	38	1	35	1	40	1
Indywidualni (osoby fizyczne niepowiązane)	7	1	9	0	14	1	22	0	21	2
Zagraniczni branżowi	15	3	15	0	21	1	25	1	25	2

Tabela 13 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Zagraniczni finansowi	1	0	1	0	1	1	1	0	2	0
Krajowi branżowi	23	3	28	5	34	3	37	4	34	3
Krajowi finansowi	4	0	4	0	8	0	10	0	11	1
Narodowe Fundusze Inwestycyjne	2	2	3	3	3	3	5	5	5	5
OFE, PTE	5	4	6	3	7	3	8	4	9	1
Podmioty państwowe	5	0	7	0	9	0	11	0	13	0
TFI	1	0	8	2	9	1	6	2	4	0
Zarządzanie aktywami	1	0	9	3	10	1	14	1	10	1
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1
Spółki (akcje własne)	2	1	1	0	1	0	1	0	2	1
Banki	0	0	0	0	2	2	5	5	2	2
Nieznany typ inwestora	4	0	7	0	19	4	19	1	31	3
Fundacje	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0
Fundusze <i>pe/vc</i>	7	1	7	1	14	0	16	0	21	0

* Istotność w teście Chi-kwadrat Pearsona w 2008 roku – 0,03, dla pozostałych lat 0,000.

** A – liczba inwestorów dominujących danego rodzaju w poszczególnych latach badania,

*** B – w tym liczba spółek z danym inwestorem, w których udział mają „inni inwestorzy instytucjonalni”.

Źródło: opracowanie własne.

Ostatnia grupa określana mianem „pozostali udziałowcy instytucjonalni” (tabela 13), stanowi zbiór inwestorów instytucjonalnych, którzy z różnych względów są nielicznie reprezentowani wśród udziałowców w polskich spółkach publicznych. Trudno określić jednoznacznie preferowany typ inwestora dominującego. Wśród jednostkowych przypadków, gdy „pozostali udziałowcy instytucjonalni” inwestują w spółkę z inwestorem dominującym, jest nim członek zarządu lub rady nadzorczej, inwestor branżowy, OFE lub Narodowy Fundusz Inwestycyjny.

Podsumowując, należy zauważyć, że najczęściej inwestorzy instytucjonalni wybierają spółki, w których inwestorem dominującym jest w porządku malejącym: członek zarządu, rady nadzorczej, inwestor branżowy krajowy, w mniejszym stopniu także zagraniczny oraz gdy inwestorem dominującym jest fundusz *private equity / venture capital*. Można zauważyć tendencję wskazującą, że najbardziej pożądanym inwestorem dominującym, z punktu widzenia inwestora instytucjonalnego jest ten, który w jak największym stopniu zna się na branży, w której funkcjonuje spółka i posiada najaktualniejsze oraz możliwie najdokładniejsze informacje na temat tego, jaka jest sytuacja spółki. Najobszerniejszą wiedzę tego typu posiadają członkowie zarządu, którzy w ramach wykonywania swojej pracy mają dostęp

do najszerszej wiedzy o tym, jak spółka funkcjonuje, co należy poprawić i przy wykorzystaniu jakich narzędzi. Osoby takie posiadają także możliwość natychmiastowej reakcji i podejmowania działań naprawczych w sytuacji kryzysowej w spółce bądź na rynku. W przypadku, gdy inwestorem dominującym jest członek zarządu, posiada on najpełniejszy zestaw narzędzi naprawczych, które może użyć bezzwłocznie do rozwijania i ewentualnego naprawiania w razie potrzeby spółki. Dbając o swoje wkłady, jednocześnie przyczynia się do poprawy przestrzegania zasad ładu korporacyjnego w spółce i poprawie bezpieczeństwa pozostałych udziałowców, w tym instytucjonalnych. Członek rady nadzorczej jest drugą w kolejności kategorią inwestora dominującego, który jest obecny w spółkach, w których udziałowcami są inwestorzy instytucjonalni. Podobnie jak członkowie zarządu, także członkowie rady są cenieni przez instytucje jako gwaranci bezpieczeństwa środków powierzonych spółce i jej stabilnego wzrostu. Członkowie rady posiadają szeroką wiedzę o spółce, jednak inwestorzy instytucjonalni w mniejszej liczbie przypadków posiadają swoje udziały w przedsiębiorstwach, w których dominującym udziałowcem jest członek rady. Sytuacja taka wynika prawdopodobnie z tego, że przedstawiciele rady nie posiadają tak szerokiej wiedzy o funkcjonowaniu i aktualnej kondycji spółki jak zarząd, a dodatkowo zazwyczaj dowiadują się o nieprawidłowościach w spółce z pewnym opóźnieniem i posiadają ograniczony i nie zawsze wystarczający zestaw środków dyscyplinowania menedżerów.

W dalszej kolejności najchętniej widzianymi przez instytucje inwestorami dominującymi są inwestorzy branżowi krajowi, a następnie także zagraniczni. Inwestor branżowy jest ceniony przez inwestorów instytucjonalnych, ponieważ z racji tego, że sam funkcjonuje on w tej samej branży (np. inwestorem branżowym jest spółka z branży chemicznej, inwestująca w przedsiębiorstwo zajmujące się także produkcją lub przetwarzaniem chemikaliów), zna się lepiej na niuansach funkcjonowania spółek danej branży od pozostałych rodzajów akcjonariuszy, istnieje więc wyższe prawdopodobieństwo, iż dbając o swoje interesy (udziały) w spółce, wykorzysta tę wiedzę do lepszego nadzoru nad spółką i ewentualnego doradzania jej menedżerom, niż akcjonariusz nieposiadający danej wiedzy specjalistycznej. Ostatnią grupą inwestorów dominujących, którymi są zainteresowane instytucje, lokujące swój kapitał w spółkę okazują się fundusze typu *private equity / venture capital*. Ten rodzaj inwestora dominującego jest ceniony przez inwestorów instytucjonalnych, ponieważ, tak jak w przypadku inwestorów branżowych, tak i fundusze te posiadają specjalistyczną wiedzę o danej gałęzi gospodarki i branży, w której funkcjonuje spółka, której są udziałowcami. Te wyspecjalizowane instytucje inwestycyjne częstokroć skupiają się na przedsiębiorstwach z danej branży, ponieważ mają pracowników będących ekspertami w dziedzinach, w których poczynione są inwestycje (np. dany fundusz zatrudnia ekspertów od rynku produkcji stali, stąd inwestuje w spółki zajmujące się wytwarzaniem konstrukcji i elementów metalowych).

Powyższe preferencje pozwalają zauważyć, że inwestycje inwestorów instytucjonalnych nie są dokonywane na ślepo, lecz w spółki, w których udziałowcem

jest inwestor dominujący, posiadający wiedzę o spółce i danej branży, w której ona funkcjonuje. Zachowanie takie wskazuje, że instytucje unikają podejmowania nadzoru nad spółką i brania samodzielnie na siebie odpowiedzialności za należyty nadzór nad nią. Inwestorzy instytucjonalni, czy to z racji ograniczania kosztów, które musieliby ponieść na własnoręczny nadzór nad spółkami, czy to ze względu, że w wielu przypadkach nadzór ten okazywałby się nieefektywny, z racji ograniczeń inwestycyjnych w jedną spółkę (OFE, TFI), wołają nadzór nad spółką powierzyć inwestorom dominującym, co do których można domniemywać, iż posiadają ponadprzeciętną wiedzę, możliwości i interes w tym, aby sumiennie nadzorować menedżerów spółki ku korzyści wszystkich akcjonariuszy.

4.4. Wpływ sektora, w którym działa spółka a wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych

Badania przeprowadzone w niniejszym podrozdziale umożliwiają weryfikację hipotezy 3 cząstkowej w zakresie wpływu sektora, w którym działa spółka na wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych. Należy odpowiedzieć na pytanie, czy średnie udziały inwestorów instytucjonalnych różnią się w poszczególnych sektorach?

W tabeli 14 przedstawiono zależność pomiędzy sektorem, w którym funkcjonuje spółka akcyjna a liczbą podmiotów instytucjonalnych będących jej akcjonariuszami (istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona).

Tabela 14. Występowanie istotności statystycznej pomiędzy liczbą poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych, a sektorem działalności spółki w latach 2007–2011

Rok	Suma liczby wszystkich instytucjonalnych	Suma liczby OFE	Suma liczby TFI	Suma liczby zarządzających aktywami	Suma liczby funduszy private equity / venture capital	Suma liczby innych inwestorów instytucjonalnych
2007	-	-	-	-	x	x
2008	-	-	-	-	x	x
2009	-	-	-	-	x	-
2010	-	-	-	-	x	-
2011	-	-	-	-	x	-

Źródło: opracowanie własne.

Można zauważyć, że inwestorzy instytucjonalni nie preferują w procesie tworzenia swojego portfela inwestycyjnego spółek z wybranych branż, o czym świadczy

istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona dla sumy liczby wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych. Inwestycje odbywają się w spółki we wszystkie sektory, w których przedsiębiorstwa te funkcjonują. Największa liczba udziałowców instytucjonalnych wystąpiła w spółkach działających w takich sektorach jak: budownictwo, handel oraz w branży elektromaszynowej i metalowej, a także od 2009 roku w przypadku spółek oferujących usługi informatyczne, jednakże sektor, w którym funkcjonuje spółka publiczna nie jest istotny statystycznie dla liczby udziałowców instytucjonalnych posiadających jej akcje. Stale wzrastający wskaźnik istotności asymptotycznej w kolejnych latach pokazuje, że inwestorzy instytucjonalni przy wyborze spółek portfelowych w coraz mniejszym stopniu sugerują się sektorem, w którym prowadzą one działalność. Może to oznaczać, że instytucje uznają polskie spółki publiczne za jednakowo warte uznania i stabilne bez względu na branżę, w której funkcjonują. Sytuacja ta pozytywnie świadczy o względnej stabilności polskiej gospodarki i braku poważniejszych kryzysów w poszczególnych sektorach na skalę krajową w okresie, w którym przeprowadzono badanie.

Inwestorzy instytucjonalni jako ogół nie preferują spółek z danego sektora, chociaż można zauważyć zmiany w liczbie spółek, w których inwestorami są instytucje w kolejnych latach. Wahania w liczbie udziałowców instytucjonalnych w okresie badania są najprawdopodobniej spowodowane wieloma czynnikami, wśród których mogą znajdować się takie jak: ogólna kondycja danej gałęzi przemysłu, zmiana atrakcyjności inwestycyjnej spółek z innych sektorów, ewolucja rynków i przepisów prawnych, czy wreszcie sytuacja wewnętrzna danej spółki. Wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych we wszystkich sektorach w kolejnych latach badania jest spowodowany także poprzez zwiększenie udziału instytucji na polskiej giełdzie (patrz tabela 6).

W dalszej kolejności badaniu poddany zostanie związek pomiędzy sektorem, w którym działa spółka, a liczbą poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych.

W przypadku Otwartych Funduszy Emerytalnych sektor, w którym funkcjonuje spółka nie wpływa na liczbę jej udziałowców tego typu. Najwięcej udziałowców typu OFE w badanym okresie znajdowało się w spółkach z branż budownictwa oraz handlu. W przypadku TFI, podobnie jak w sytuacji OFE, nie zachodzi istotność dla danych określających zależność pomiędzy sektorem a liczbą inwestorów instytucjonalnych w postaci TFI. Najwięcej funduszy inwestuje w sektory budownictwa, informatyki oraz elektromaszynowy i metalowy. W 2011 roku zanotowano znaczny wzrost inwestycji w spółki z sektora handlowego (z 8 TFI będących akcjonariuszami spółek z tego sektora w 2010 roku do 13 w 2011 roku). Tak jak w przypadku wcześniej scharakteryzowanych inwestorów instytucjonalnych, tak w kwestii zarządzających aktywami, sektor, w którym funkcjonuje spółka nie ma związku z liczbą jej udziałowców instytucjonalnych w postaci przedsiębiorstw zarządzających aktywami.

Najwięcej inwestorów typu zarządzający aktywami odnotowano w badanym okresie w spółkach z branż: budownictwa, elektromaszynowej i metalowej,

informatyki oraz pozostałych usług. Podobnie jak w przypadku TFI, w 2011 roku zaobserwowano znaczny wzrost inwestorów typu zarządzający aktywami w przypadku spółek działających w sektorze handlowym (z 6 w 2010 roku do 12 w 2011 roku). W przypadku funduszy typu *private equity / venture capital* sektor, w którym funkcjonuje spółka miał istotne znaczenie dla liczby funduszy, inwestujących w działające w ramach niego podmioty przez cały okres badania (lata 2007–2011).

Udziały funduszy typu *private equity / venture capital* w badanym okresie według sektorów są dość równomierne. Trudno wskazać sektory, w które fundusze najchętniej inwestowały przez cały okres badania. Sektor, w którym było najwięcej inwestorów tego typu co roku ulegał zmianie w okresie 2007–2011. Zachowanie takie może być tłumaczone nastawieniem funduszy *private equity / venture capital* na z reguły krótkookresowe inwestycje, dzięki czemu widoczne są coroczne zmiany najbardziej popularnego sektora, w którego inwestorzy typu *private equity / venture capital* poczynili inwestycje. Dodatkowo, wiele funduszy specjalizuje się jedynie w inwestycjach w spółki z danej branży np. informatyczne. W takim wypadku sektor, w którym działa spółka jest bardzo ważnym czynnikiem w procesie kształtowania portfela inwestycyjnego funduszu¹⁶. Inną przyczyną niejednoznacznych wyników może być to, że do badania została wzięta niewielka próba inwestorów typu *private equity / venture capital* (w okresie 2007–2011 w grupie przyjętych do badania 344 spółek istniało jedynie 131 udziałowców typu *private equity / venture capital*. Dla porównania liczba akcjonariuszy typu OFE wynosiła 512). Niemniej można zauważyć wzrost w kolejnych latach udziałów funduszy *private equity / venture capital* w spółkach z sektora spożywczego oraz tych działających w przemyśle lekkim, drzewno-papierniczym i pozostałych.

W przypadku grupy „innych inwestorów instytucjonalnych” dla pierwszych dwóch lat badania występuje istotna statystycznie zależność pomiędzy występowaniem w spółce inwestora a sektorem, w którym prowadzi ona działalność. Dla pozostałych lat istotność nie występuje. Rozbieżności mogą wynikać z niewielkiej liczby podmiotów przyporządkowanych do kategorii pozostali inwestorzy instytucjonalni, ponieważ w badanej próbie 344 spółek było ich łącznie jedynie 149 w okresie 2007–2011.

Względnie stałe i wysokie udziały „innych inwestorów instytucjonalnych” w okresie badania można odnotować w przypadku spółek działających w sektorze handlu oraz elektromaszynowym i metalowym. Tabela 15 umożliwia udzielenie odpowiedzi na pytanie: Czy średnie udziały inwestorów instytucjonalnych różnią się w poszczególnych sektorach?

16 Dany fundusz *private equity / venture capital*, specjalizuje się w spółkach np. z sektora informatycznego, ponieważ zatrudnia pracowników, którzy najlepiej znają się na przedsiębiorstwach funkcjonujących w tym sektorze, inwestował w takie spółki w przeszłości itd. Przy kształtowaniu portfela fundusz będzie zwracał uwagę głównie na branżę, nie będzie zaś miał takich priorytetów jak np. OFE w postaci wymogu wysokiego bezpieczeństwa inwestycji / stabilności spółki w długim okresie.

Tabela 15. Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona dla średniej i mediany udziałów inwestorów instytucjonalnych w zależności od sektora działalności spółki portfelowej w latach 2007–2011

Rok	Suma akcji wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych	Udziały OFE notyfikowanych	Udziały TFI notyfikowanych	Udziały zarządzających aktywami	Udziały PE	Udziały innych inwestorów instytucjonalnych
2007	-	-	-	-	-	-
2008	-	-	-	x	x	-
2009	-	-	-	x	-	x
2010	-	-	-	-	-	-
2011	-	-	-	-	-	x

Źródło: opracowanie własne.

W większości przypadków stwierdzono brak istotności pomiędzy średnimi udziałami inwestorów instytucjonalnych a sektorem, w którym działają ich spółki portfelowe. Udziały te są rozłożone dość równomiernie względem poszczególnych sektorów. Największy udział inwestorów instytucjonalnych ogółem przypada na sektor telekomunikacyjny (ogółem 23,27% sumy akcji wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych w badanym okresie pięciu lat było lokowanych w spółki z tego sektora).

Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona występuje jedynie dla zarządzających aktywami w 2008 i 2009 roku, funduszy *private equity / venture capital* w 2008 roku i pozostałych instytucjonalnych w latach 2009 i 2011. Wydaje się, że w powyższych przypadkach, przedstawionych w tabeli 15 sektor, w którym funkcjonuje spółka mógł być istotnym czynnikiem branym pod uwagę w momencie zakupu akcji danej spółki przez inwestora instytucjonalnego w latach, w których stwierdzono korelację pomiędzy średnią i medianą udziałów inwestorów instytucjonalnych a sektorem działalności spółki portfelowej.

Przedstawione powyżej wyniki badań pozwalają przypuszczać, że sektor, w którym funkcjonuje spółka nie ma znaczenia dla większości inwestorów instytucjonalnych. Jest on istotny jedynie dla opisywanych instytucji, zarówno pod względem ich liczebności na GPW, jak i wysokości środków przez nie zarządzanych i inwestowanych w akcje w postaci funduszy *private equity / venture capital* przedsiębiorstw zarządzających aktywami oraz grupy „innych inwestorów instytucjonalnych”.

4.5. Wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych

Wyniki badań uzyskane w niniejszym podrozdziale pomogą w weryfikacji hipotezy 3 cząstkowej stwierdzającej, że inwestorzy instytucjonalni w doborze spółek do portfela nie działają z intencją maksymalizacji zysków, ale zwiększenia bezpieczeństwa wkładów powierzonych im przez ich klientów za pomocą dywersyfikacji inwestycji, stąd przy doborze spółek nie sugerują się wysokością czynników ekonomicznych i finansowych spółki. Instytucje nie oczekują wysokich zysków obciążonych dużym ryzykiem, ale z reguły poszukują spółek o stabilnej pozycji na rynku i nieprzewartościowanych. Inwestorzy instytucjonalni przedkładają bezpieczeństwo zainwestowanych wkładów ponad możliwość osiągnięcia wyższego zwrotu z inwestycji obciążonego jednak większym zagrożeniem poniesienia straty. Uzyskane dane pozwolą zweryfikować hipotezę trzecią w kwestii wpływu wyników finansowych i ekonomicznych spółki na zmianę wysokości udziałów inwestorów instytucjonalnych w jej akcjonariacie.

W niniejszym podpunkcie opracowania została przebadana zależność korelacyjna pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Powstaje pytanie: czy zmiany wielkości ekonomicznych i finansowych spółki są zależne od udziałów poszczególnych typów inwestorów instytucjonalnych? Jeśli tak, to znaczy, że ci ostatni wybierają spółki osiągające najlepsze wyniki, jeśli nie, to prawdopodobnie ważniejsze jest dla nich bezpieczeństwo zainwestowanych wkładów osiągnięte dzięki wysokiej dywersyfikacji inwestycji w akcje wielu spółek. Próba odpowiedzi na to pytanie będzie możliwa dzięki przeprowadzeniu analizy korelacji liniowej Pearsona na zebranej bazie danych.

Wielkościami uwzględnionymi w badaniu zostały:

- przychody netto ze sprzedaży (tys. zł) [PNZP],
- zysk (strata) netto (tys. zł) [ZSN],
- kapitalizacja (zł) [KT],
- stopa zwrotu z kapitału własnego [ROE],
- stopa zwrotu z aktywów [ROA]
- przeciętne wynagrodzenie członka zarządu = całkowite wynagrodzenie zarządu / przeciętna liczba członków [PWCZ]
- wskaźnik fluktuacji składu zarządów [WFSZ], obliczany jako: $WFSZ = (\text{liczba wszystkich członków zarządu w roku}) / (\text{przeciętna liczba członków zarządu})$.

Tabela 16. Zależność korelacyjna pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek w latach 2007–2011

Rok	Przychody netto ze sprzedaży (tys. zł) [PNZP]	Zysk (strata) netto (tys. zł) [ZSN]	Kapitalizacja (zł) [KT]	Stopa zwrotu z kapitału własnego [ROE]	Stopa zwrotu z aktywów [ROA]	Przeciętne wynagrodzenie członka zarządu [PWCZ]	Wskaźnik fluktuacji składu zarządów [WFSZ]
2007	-	-	-	-	-	-	Inni inwestorzy instytucjonalni
2008	-	-	-	-	-	-	-
2009	-	-	-	-	-	-	-
2010	Inni inwestorzy instytucjonalni	Inni inwestorzy instytucjonalni	-	-	Inni inwestorzy instytucjonalni	-	-
2011	-	-	-	-	TFI	-	Fundusze <i>private equity</i> / <i>venture capital</i>

Źródło: opracowanie własne.

Istotność w przypadku 2007 roku, tj. zależność korelacyjna pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek w 2007 roku miała miejsce jedynie dla wskaźnika fluktuacji składu zarządów dla udziałów „innych inwestorów instytucjonalnych” (istotność na poziomie 0,004). Zanotowano w tym przypadku słabą, dodatnią korelację Pearsona na poziomie 0,211, co oznacza, że wysokie udziały w spółce inwestorów z grupy „innych instytucjonalnych” (czyli: banków, fundacji, Narodowych Funduszy Inwestycyjnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych) ma słaby, jednakże możliwy do odnotowania i dodatni, czyli występuje korelacja dodatnia (wartość współczynnika korelacji w przedziale od 0 do 1, informuje, iż wzrostowi wartości jednej cechy towarzyszy wzrost średnich wartości drugiej cechy), czyli wzrost udziałów „innych inwestorów instytucjonalnych” w spółkach w 2007 roku wpływał na wzrost wskaźnika fluktuacji składu zarządów [WFSZ]. Na podstawie tych danych można przypuszczać, że podmioty z grupy „innych inwestorów instytucjonalnych” częściej niż pozostali dobierali do swoich portfeli spółki, w których dokonywano zmian kadrowych w zarządach spółek, sądząc, że wymiana menedżerów

wpływie korzystnie na funkcjonowanie spółki akcyjnej. Z drugiej strony można przypuszczać, że przynajmniej w niektórych przypadkach to inwestor instytucjonalny, wypełniając swoją funkcję nadzorczą nad spółką doprowadził do zmian personalnych w zarządzie spółki, której był udziałowcem.

W przypadku 2008 roku brak jakichkolwiek zależności korelacyjnych pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Podobnie w przypadku 2009 roku występuje brak zależności korelacyjnych pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Uzyskane wyniki pozwalają przypuszczać, że w obydwóch wymienionych powyżej latach wartość zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek miała drugorzędne znaczenie dla menedżerów instytucjonalnych aktualizujących firmowe portfele akcyjne.

W przypadku 2010 roku zmienne ekonomiczne i finansowe posiadały istotne statystycznie znaczenie jedynie dla inwestorów z kategorii „inni inwestorzy instytucjonalni”. We wspomnianym roku na wysokość udziałów tych inwestorów w danej spółce miały istotny statystycznie wpływ takie czynniki jak wysokość przychodów netto ze sprzedaży, zysk (strata) netto oraz stopa zwrotu z aktywów [ROA]. We wszystkich powyższych przypadkach odnotowano słabą korelację Pearsona (na poziomie odpowiednio 0,216, 0,192 oraz -0,169). Należy podkreślić, że w przypadku ROA odnotowano korelację ujemną (wartość współczynnika korelacji w przedziale od -1 do 0), co informuje, że wzrostowi wartości jednej cechy towarzyszy spadek średnich wartości drugiej cechy. Innymi słowy, w 2010 roku wzrost akcjonariatu „innych inwestorów instytucjonalnych” powodował spadek stopy zwrotu z aktywów w spółkach portfelowych.

W 2011 roku odnotowano bardzo słabe zależności pomiędzy: udziałami TFI a stopą zwrotów z aktywów oraz wskaźnikiem fluktuacji składu zarządów a udziałami funduszy *private equity / venture capital*.

Podsumowując otrzymane wyniki, można wywnioskować, że zmienne ekonomiczne i finansowe spółek nie okazują się priorytetowymi czynnikami branżowymi pod uwagę przez inwestora instytucjonalnego przy konstruowaniu swojego portfela inwestycyjnego. Praktycznie jedynie w przypadku kategorii „inni inwestorzy instytucjonalni” widać pewne zależności dla wybranych lat. Wyniki te mogą jednak nie obrazować pełnego oglądu sytuacji, ponieważ liczba inwestorów w tej grupie jest wielokrotnie mniejsza niż w pozostałych grupach. Uleganie pewnym trendom przez niewielką grupę inwestorów w pewnych okresach nie może być zatem rozumiane jako świadoma działalność całej grupy inwestorów (banków, fundacji itd.). Wydaje się, że wzrost udziałów inwestorów instytucjonalnych w spółkach nie zależy w pierwszej kolejności od wysokości czynników ekonomicznych i finansowych spółki. W dużej mierze instytucje konstruują swoje portfele, mając na uwadze bezpieczeństwo inwestowanych środków powierzonych im przez swoich klientów (członków funduszu, klientów banku itd.). W takiej sytuacji, inwestorzy

instytucjonalni zwracają się ku spółkom nie tyle cechującym się spektakularnymi wynikami i wysokim zwrotem, co raczej ku tym odnotowującym skromniejszy, lecz bardziej stały, pozbawiony większych wahań wzrost. Instytucje wydają się w takiej sytuacji stawiać na ograniczającą ryzyko dywersyfikację portfela niż na wysoki, lecz ryzykowny, ewentualny wysoki zwrot w kilku szybko wzrastających spółek¹⁷.

Powyżej przedstawiono wyniki badania pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Do analizy wzięto pod uwagę poziomy badanych wartości. Poniżej przedstawiono wyniki badań mających pomóc w weryfikacji trzeciej hipotezy, w ramach których przebadano zmiany (wzrosty) czynników określających spółki publiczne.

W dalszej części monografii opisane zostały wyniki badań dotyczące zależności pomiędzy zmianą wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych a zmianami takich czynników określających spółki publiczne jak:

- wzrost przychodów netto ze sprzedaży [ZPNZP],
- wzrost zysku/straty netto,
- wzrost ROE,
- zmiana prezesa.

Tabela 17. Zależność korelacyjna pomiędzy zmianą wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych a zmianami czynników ekonomicznych i finansowych spółek

Rok	Wzrost przychodów netto ze sprzedaży (tys. zł) [ZPNZP]	Wzrost zysku (spadek straty) netto (tys. zł) [ZZSN]	Wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego [ZROE]	Zmiana prezesa
2008	-	-	Fundusze <i>private equity</i> / <i>venture capital</i>	OFE
2009	TFI	-	-	-
2010	-	Fundusze <i>private equity</i> / <i>venture capital</i>	-	-
2011	-	Zarządzający aktywami	-	OFE, fundusze <i>private equity</i> / <i>venture capital</i>

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki te pokazują, że nie ma zależności między wzrostem sumy akcji wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych a wzrostem przychodów ze sprzedaży,

¹⁷ Przewrotną strategią mogą obierać agresywne fundusze inwestycyjne, nastawione na szybki zysk obarczony wysokim ryzykiem.

ponieważ wyniki są większe niż 0,05, co oznacza, że nie ma istotnej zależności statystycznej pomiędzy nimi. W przypadku inwestorów instytucjonalnych, traktowanych jako ogół, wzrost przychodów ze sprzedaży w spółce akcyjnej nie wpływa bezpośrednio na zwiększenie udziałów inwestorów instytucjonalnych wśród jej akcjonariuszy.

Podobnie, występuje brak zależności pomiędzy wzrostem sumy akcji wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych a wzrostem zysku (spadkiem straty) spółki portfelowej, stopy zwrotu z kapitału własnego. Występuje także brak istotności pomiędzy wzrostem sumy akcji wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych a zmianą prezesa.

Zmiana prezesa w spółce miała istotne znaczenie dla wzrostu udziałów OFE w okresie 2007/2008 oraz 2010/2011, co pokrywa się z okresami występowania poważnych światowych kryzysów gospodarczych. Wydaje się, że OFE mogły zwiększać swój udział w spółkach, w których dokonano takiej zmiany w okresie kryzysu. Zmiana niepopularnego lub niewywiązującego się ze swoich obowiązków prezesa mogła dawać pewną nadzieję, że spółka lepiej znieśie ewentualne konsekwencje kryzysu gospodarczego, ograniczając ewentualne straty dla akcjonariuszy. Z drugiej strony należy podejrzewać, że część OFE mogło podejmować zakończone sukcesem próby¹⁸ zmiany prezesa na własną rękę na WZA spółki portfelowej.

Jedynie w 2009 roku wzrost przychodów ze sprzedaży był istotny statystycznie dla wzrostu udziałów TFI w polskich spółkach giełdowych. Brak istotnej zależności pomiędzy wzrostem zysku oraz wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego w spółkach w badanym okresie a powiększaniem udziałów TFI.

Zależność pomiędzy wzrostem udziałów zarządzających aktywami a wzrostem zysku (spadkiem straty) jest istotna jedynie w 2011 roku, lecz w poprzednich latach występowało zwiększanie znaczenia czynnika, jakim jest wzrost zysku dla wzrostu udziałów zarządzających aktywami w spółkach charakteryzujących się wzrostem zysków w kolejnych okresach. Sytuacja taka występuje w zgodzie z strategiami inwestycyjnymi przedsiębiorstw zarządzających aktywami, nastawionych w dużej mierze na osiąganie wysokich zysków w krótkim okresie. Zarządzający aktywami nie uznają wzrostu stopy zwrotu z kapitału własnego spółki jako czynnika decydującego w procesie doboru akcji do swojego portfela inwestycyjnego.

Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona pomiędzy wzrostem udziałów funduszy *private equity / venture capital* a wzrostem zysku (spadkiem straty) spółki występuje jedynie w 2010 roku. Zależność w przypadku tego rodzaju funduszy zachodzi jeszcze pomiędzy wzrostem ich udziałów a wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego spółki w 2008 roku oraz pomiędzy wzrostem udziałów funduszy *private equity / venture capital* a zmianą prezesa spółki w 2011 roku.

18 Wraz z innymi akcjonariuszami – limit inwestycji OFE w jedną spółkę, stąd fundusz samodzielnie nie mógłby przejąć zmiany na WZA spółki.

Podsumowując, można zauważyć, że wzrost przychodów ze sprzedaży w spółce nie jest wystarczającym bodźcem dla inwestorów instytucjonalnych, aby zwiększali oni swoje udziały w takim przedsiębiorstwie. Dla niemal wszystkich badanych lat, jak i rodzajów inwestorów instytucjonalnych (OFE, TFI, zarządzanie aktywami, fundusze *private equity / venture capital* oraz „inni instytucjonalni”, czyli banki, NFI, fundacje oraz towarzystwa ubezpieczeniowe) nie stwierdzono korelacji pomiędzy wzrostem sumy akcji udziałowców instytucjonalnych a wzrostem przychodów ze sprzedaży w spółkach w badanym okresie. Zależność taka miała miejsce jedynie w przypadku TFI w 2009 roku.

Wzrost zysku (spadek straty) spółki był skorelowany ze wzrostem udziałów inwestora instytucjonalnego jedynie w dwóch przypadkach – dla zarządzających aktywami w 2011 roku oraz dla funduszy *private equity / venture capital* w 2010 roku.

Podobnie jak powyższe czynniki, także wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego spółek portfelowych okazał się niepowiązany ze wzrostem udziałów inwestorów instytucjonalnych w badanym okresie. W tym przypadku istotność dwustronna w dokładnym teście Fishera poniżej 0,05 miała miejsce jedynie dla funduszy *private equity / venture capital* w 2008 roku. Innymi słowy, we wspomnianym roku wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego danej spółki miał istotne znaczenie dla wzrostu udziałów jej akcjonariuszy w postaci funduszy *private equity / venture capital*.

Zmiana prezesa w spółce publicznej okazała się mieć istotne znaczenie dla wzrostu udziałów inwestorów instytucjonalnych jedynie w przypadku OFE (lata 2008 i 2011) oraz dla funduszy *private equity / venture capital* w 2011 roku.

Na podstawie otrzymanych wyników badań trudno wyznaczyć schematy, za pomocą których poszczególne kategorie instytucji zwiększały swoje udziały w spółkach portfelowych. Preferencje w zakresie czynników, które mogły posiadać istotne znaczenie w procesie zwiększania ewentualnego zaangażowania inwestycyjnego udziałowca w spółce są niejednorodne i cechują się wysoką zmiennością w okresie badania. Żaden z analizowanych czynników nie okazał się istotny dla wszystkich rodzajów inwestorów ani też nie był takim dla wszystkich lat badania. Wydaje się, że badane czynniki, takie jak np. zysk spółki nie wchodzi w skład długookresowych strategii inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych. Prawdopodobnie nie oceniają oni swoich spółek portfelowych, decydując o zmianie wielkości posiadanego pakietu akcji jedynie na podstawie wybranych czynników ekonomicznych. Wydaje się, że dokonują raczej doraźnej oceny spółek, posiłkując się wieloma nieformalnymi źródłami informacji o spółce, takimi jak: prognozy rozwoju danej branży, znajomość zarządzających spółką menedżerów i ufnosć w ich wiedzę i kompetencję itd., nie zaś samymi wynikami okresowymi publikowanymi przez spółkę.

Warto także zauważyć, że dla większości typów inwestorów, jak i lat badania, zmiana prezesa w spółce portfelowej w danym roku najczęściej nie była istotna dla wzrostu udziałów instytucji w roku następnym. Sytuacja taka pozwala na wysunięcie przypuszczenia, że inwestorzy instytucjonalni rzadko inicjowali zmianę prezesa. Wydaje się, że jeżeli inwestor instytucjonalny zainicjował procedurę zmiany

prezesa na WZA spółki, ponieważ ten w jego opinii nieodpowiednio zarządzał spółką, wtedy po zakończonej sukcesem zmianie prezesa na osobę bardziej kompetentną, inwestor mógłby dążyć do zwiększenia udziału w spółce, licząc na wyższy i bardziej bezpieczny niż dotychczas zwrot z poczynionej inwestycji. Wyniki badań nie odzwierciedlają jednak stałej tendencji wskazującej na wzrost udziałów inwestorów instytucjonalnych po zmianie prezesa w spółce.

4.6. Wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach

Wyniki badań uzyskane w niniejszym podrozdziale pomogły w weryfikacji trzeciej hipotezy w zakresie wpływu wyników finansowych i ekonomicznych spółki na zmiany liczby instytucji w spółce.

Poniżej zostały zaprezentowane wyniki badań dotyczące występowania ewentualnej korelacji pomiędzy liczbą inwestorów instytucjonalnych w spółce a takimi czynnikami ją charakteryzującymi jak: zmiany ROE, zysku straty netto, przychodów netto ze sprzedaży oraz zmiana prezesa.

Tabela 18. Zależność korelacyjna pomiędzy wzrostem sumy liczby akcjonariuszy instytucjonalnych, a wzrostem czynników ekonomicznych i finansowych spółek

Rok	Wzrost przychodów netto ze sprzedaży (tys. zł) [ZPNZP]	Wzrost zysku (spadek straty) netto (tys. zł) [ZZSN]	Wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego [ZROE]	Zmiana prezesa
2008	-	-	Fundusze <i>private equity</i> / <i>venture capital</i>	OFE
2009	TFI	-	-	-
2010	OFE	-	-	-
2011	-	TFI	Wszyscy akcjonariusze instytucjonalni, OFE, TFI	-

Źródło: opracowanie własne.

Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona pomiędzy wzrostem sumy liczby wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych a wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego spółki występuje jedynie w 2011 roku.

Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona w przypadku OFE występuje jedynie pomiędzy wzrostem ich liczby a:

- wzrostem przychodów ze sprzedaży spółki w 2010 roku,
- wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego spółki w 2011 roku,
- zmianą prezesa spółki w 2008 roku.

Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona pomiędzy wzrostem liczby TFI a wzrostem przychodów ze sprzedaży spółki występuje jedynie w 2009 roku, natomiast istotność pomiędzy wzrostem liczby TFI a wzrostem zysku (spadkiem straty) spółki występuje tylko w 2011 roku. Istotność pomiędzy wzrostem liczby TFI notyfikowanych a wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego spółki występuje tylko dla ostatniego roku, przy czym można zauważyć pewien trend, polegający na tym, że wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego w spółce stawał się w kolejnych latach coraz istotniejszym czynnikiem wpływającym na liczebność TFI w spółkach (istotność dwustronna stale malała w kolejnych latach, by w 2011 roku osiągnąć wielkość istotną statystycznie).

Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona pomiędzy wzrostem liczby PE a wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego spółki występuje jedynie w 2008 roku. Dla pozostałych czynników w całym okresie badania brak zależności statystycznych dla tego rodzaju inwestorów instytucjonalnych w przeprowadzonym badaniu.

Podsumowując, można zauważyć, że w wielu przypadkach występuje korelacja pomiędzy zwiększeniem liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach a wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego tych ostatnich. Istotność występuje dla: sumy wszystkich inwestorów instytucjonalnych, OFE oraz TFI. Dla tych trzech kategorii wzrost ROE był istotny dla wzrostu liczby tych instytucji w spółkach, lecz jedynie w 2011 roku. Dla pozostałych lat badania brak istotności. Istotność ma miejsce także w przypadku funduszy *private equity / venture capital* w 2008 roku. Warto zwrócić uwagę na to, że w przypadku TFI można zauważyć pewien trend polegający na tym, iż wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego w spółce stawał się w kolejnych latach coraz istotniejszym czynnikiem wpływającym na liczebność TFI w spółkach (istotność dwustronna stale malała w kolejnych latach, by w 2011 roku osiągnąć wielkość istotną statystycznie).

Wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego nie wydaje się czynnikiem mającym wysoki wpływ na liczbę inwestorów instytucjonalnych w spółce przez cały okres badania. Zarówno wzrost liczby instytucji w spółce, jak i odnotowywany przez nią wzrost ROE były ze sobą powiązane jedynie okresowo dla wybranych rodzajów inwestorów instytucjonalnych.

Wzrost przychodów ze sprzedaży w spółce był istotny dla zwiększenia liczby udziałowców jedynie w przypadku TFI w 2009 roku oraz OFE w 2010 roku, natomiast wzrost zysku (spadek straty) okazał się istotny dla zwiększenia liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach tylko dla TFI w 2011 roku. Zmiana prezesa była istotna z punktu widzenia wzrostu OFE w spółkach w 2008 roku.

Podobnie jak w przypadku badania pomiędzy wybranymi czynnikami finansowymi i ekonomicznymi określającymi spółki portfelowe a wzrostem udziałów inwestorów instytucjonalnych, tak i w przypadku zestawienia wspomnianych czynników z wzrostem średniej liczby instytucji w spółkach, trudno doszukiwać się jakichś długoterminowych strategii inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych opierających się na tych czynnikach. Wydaje się, że nietraktowanie priorytetowo wyników spółki może świadczyć o konstruowaniu strategii inwestycyjnych przez instytucje na podstawie szerszego wachlarza źródeł informacji niż same wyniki finansowe, jak zostało to już wcześniej powiedziane (np. nieformalne kanały pozyskiwania informacji o spółce, zaufanie do menedżerów, opinie ekspertów odnośnie możliwości rozwoju danego przedsiębiorstwa, branży itd.).

Dodatkowo, niepoleganie wyłącznie na wynikach spółki przy konstruowaniu portfela wynika z nastawienia większości instytucji na bezpieczeństwo inwestowanych w akcje środków, powierzonych im przez swoich klientów (udziałowcy funduszu, OFE, klienci firmy ubezpieczeniowej, podopieczni fundacji itd.). Wzrost bezpieczeństwa zainwestowanych środków może odbywać się poprzez kupowanie akcji spółek stabilnych, nieodnotowujących dużych wahań w osiągniętych wynikach w dłuższym okresie oraz nastawienie na maksymalizację dywersyfikacji inwestycji w dużą liczbę spółek, dzięki czemu nawet, jeśli część z nich odnotuje straty, fakt ten nie wpłynie dotkliwie na całą pulę zainwestowanych na giełdzie środków. Na inwestowanie w nieliczne spółki osiągające najlepsze wyniki decydują się głównie inwestorzy nastawieni na wysoki zwrot z inwestycji w krótkim okresie, obarczony wysokim ryzykiem, takie jak np. agresywne fundusze inwestycyjne. Powyższe czynniki mogą tłumaczyć, dlaczego w większości przypadków brak dla badanego okresu korelacji pomiędzy wzrostem udziałów oraz liczby instytucji w spółkach a wybranymi czynnikami finansowymi i ekonomicznymi ją określającymi.

4.7. Zależności pomiędzy liczbą podmiotów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek

W niniejszym podrozdziale zostały przedstawione wyniki badań mające posłużyć do zweryfikowania hipotezy 4 przyjmującej, że inwestorzy instytucjonalni nie dodają wartości do swoich spółek portfelowych. Liczba podmiotów instytucjonalnych w spółce nie wpływa na jej zmienne ekonomiczne i finansowe. W tym celu zebrano dane odnośnie do zależności pomiędzy liczbą podmiotów

instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Za pomocą analizy wariancji ANOVA nastąpi próba odpowiedzenia na pytanie, czy średnie wartości zmiennych ekonomicznych różnią się istotnie ze względu na różną liczbę inwestorów instytucjonalnych w spółkach? Jeśli się różnią i inwestorzy instytucjonalni są udziałowcami przedsiębiorstw z wyższymi wartościami zmiennych, może to oznaczać, że instytucje dodają wartość do swoich spółek np. odpowiednio je nadzorując i doradzając ich menedżerom, dzięki czemu osiągają one lepsze wyniki. Jeśli liczba instytucji w spółce nie jest powiązana z poziomem określających ją czynników ekonomicznych i finansowych, sytuacja taka może wskazywać na to, że inwestorzy instytucjonalni nie dodają wartości do swoich spółek portfelowych odpowiednio je nadzorując i są w tym względzie udziałowcami biernymi.

W badaniu posłużono się takimi czynnikami jak (poziomy wartości):

- aktywa (tys. zł) [A],
- przychody netto ze sprzedaży (tys. zł) [PNZP],
- kapitalizacja (zł) [KT],
- zysk (strata) netto (tys. zł) [ZSN],
- przeciętne wynagrodzenie zarządu = całkowite wynagrodzenie zarządu / przeciętna liczba członków zarządu (tys. zł) [PWCZ],
- stopa zwrotu z aktywów [ROA],
- stopa zwrotu z kapitału własnego [ROE],
- wskaźnik fluktuacji składu zarządów [WFSZ].

Tabela 19. Występowanie istotności statystycznej pomiędzy liczbą poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych, a medianą i średnią wybranych zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek w kolejnych latach badania

Rok	Aktywa (tys. zł) [A]	Przychody netto ze sprzedaży (tys. zł) [PNZP]	Kapitalizacja (zł) [KT]	Zysk (strata) netto (tys. zł) [ZSN]	Przeciętne wynagrodzenie członka zarządu [PWCZ]	Stopa zwrotu z aktywów [ROA]	Stopa zwrotu z kapitału własnego [ROE]	Wskaźnik fluktuacji składu zarządów [WFSZ]
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007	-	-	-	-	-	-	-	-
2008	-	-	-	-	-	-	-	-
2009	-	-	-	-	-	-	Fundusze <i>pe/vc</i> , „inni instytucjonalni”	-

Tabela 19 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	Wszyscy instytucjonalni, fundusze PE/VC, „inni instytucjonalni”	Wszyscy instytucjonalni, fundusze PE/VC, „inni instytucjonalni”	„Inni instytucjonalni”	Wszyscy instytucjonalni, fundusze PE/VC, „inni instytucjonalni”	„Inni instytucjonalni”	-	-	-
2011	Fundusze <i>pe/vc</i> , „inni instytucjonalni”	Fundusze <i>pe/vc</i> , „inni instytucjonalni”	-	Fundusze <i>pe/vc</i> , „inni instytucjonalni”	-	-	-	Fundusze <i>pe/vc</i>

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 19 zebrano dane na temat korelacji pomiędzy liczbą inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach publicznych a medianą i średnią wybranych zmiennych ekonomicznych oraz finansowych spółek w kolejnych latach badania. Można zauważyć, że obecność w spółce najliczniejszych na GPW inwestorów, obracających największymi wkładami nie jest związane z medianą i średnią wybranych zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek w kolejnych latach badania. Uzyskane wyniki wskazują, że w badanym okresie udział w spółkach inwestorów z grupy OFE oraz TFI nie wpływał na poprawę kondycji przedsiębiorstw, co może sugerować, że akcjonariusze ci przyjmowali bierną postawę i nie oddziaływali na menedżerów spółek w ramach systemu ładu korporacyjnego, wobec czego instytucje te nie dodawały wartości do przedsiębiorstw ze swojego portfela akcyjnego.

Można jednak zauważyć znaczną istotność w ostatnich dwa latach badania (2010–2011) dla wzrostu inwestorów z grupy funduszy *private equity / venture capital* oraz „innych inwestorów instytucjonalnych” a medianą i średnią wybranych zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Wydaje się, że w powyższych dwóch przypadkach udział tego typu akcjonariuszy w spółce mógł wpływać na czynniki ekonomiczne i finansowe przez nie odnotowywane. Sytuację tę w przypadku funduszy *private equity / venture capital* można tłumaczyć tym, że często są to inwestorzy branżowi, którzy poza kwestiami związanymi z nadzorem korporacyjnym, potrafią doradzać menedżerom spółek także w czysto praktycznych kwestiach odnośnie funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku w ramach danej branży. W przypadku kategorii „inni inwestorzy instytucjonalni”, ich obecność w spółce może korzystnie wpływać na jej kondycję finansową, ponieważ, jak wspomniano, do grupy tej należą inwestorzy o bardzo długim horyzoncie

inwestycyjnym, tacy jak fundacje, które mają możliwość na poznanie menedżerów spółki i jej specyfiki, dzięki czemu posiadają predyspozycje, aby odpowiednio doradzać jej kierownictwu.

Podsumowując otrzymane wyniki, należy stwierdzić, że pomimo znacznego zwiększenia udziału inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach publicznych w okresie badania, wydaje się, że fakt ten nie przełożył się na widoczną poprawę jakości nadzoru instytucji nad spółkami. W swoich badaniach S.M. Bainbridge¹⁹ doszedł do podobnych wniosków, jakie wynikają z niniejszego badania. Zauważył on mianowicie, że w XXI w. zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w procesy nadzoru korporacyjnego na świecie zmalało. Stwierdził, że nawet te instytucje, które aktywnie nadzorują spółki, poświęcają tej czynności niewiele czasu i środków. Proceder ten został przez niego dostrzeżony przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, gdzie inwestorzy instytucjonalni mają w wysokim stopniu zdywersyfikowane portfele inwestycyjne. Badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych dowiodły, że nie ma mocnych dowodów na korelację między wynikami spółki a udziałem w niej inwestora instytucjonalnego²⁰.

Na początku XXI w. inwestorzy instytucjonalni według H. Sterniczuka²¹ zajmują się głównie sprzedażą i kupnem akcji, innymi słowy stosują opcję wyjścia sprzedając akcje, zamiast angażować się w czaso- i kapitałochłonny proces nadzoru i naprawy spółki. H. Sterniczuk uważa, że ingerencja w zarządzanie odbywa się na rynku za pomocą innych mechanizmów niż poprzez inwestora instytucjonalnego. Spośród nich wymienia on „rynek kontroli korporacji, czyli *proxy, friendly mergers* i *hostile takeovers* (tzw. pełnomocnictw, przyjaznej fuzji i wrogiego nabywania)²². Autor ten zauważa także, że „dodatkową trudnością w realizacji aktywnej roli instytucjonalnych inwestorów w nadzorze właścicielskim są ustawowe ograniczenia liczby akcji jednego przedsiębiorstwa w ich portfelu inwestycyjnym. Bez aktywnego włączenia się w kooperację z innymi właścicielami żaden pojedynczy inwestor niewiele może zrobić²³”.

Institucje poszukują akcji stabilnych spółek, które mogą stanowić część ich długookresowych strategii inwestycyjnych. Brak z reguły korelacji pomiędzy wynikami spółek a liczbą i udziałami inwestorów instytucjonalnych, ponieważ ci ostatni przejawiają awersję do strat. S. Benartzi i T. Thaler²⁴ zauważyli, że instytucje są podmiotami przejawiającymi awersję do strat, czyli są one wielokrotnie bardziej wrażliwe na straty niż na zyski. Znacznie większą wagę przykładają do minimalizowania strat niż do osiągnięcia zysków. Autorzy ci stworzyli hipotezę krót-

19 S.M. Bainbridge, *Shareholder...*, s. 10–11.

20 *Ibidem*, s. 11.

21 H. Sterniczuk, *Nadzór...*

22 *Ibidem*.

23 *Ibidem*.

24 S. Benartzi, R.H. Thaler, *Myopic...*

kowzroczej awersji inwestorów do ryzyka (*myopic loss aversion*)²⁵. Instytucje są inwestorami z wysoką awersją do ryzyka, ponieważ bardziej zależy im na umiarkowanych wynikach w kolejnych okresach, niż wyższej stopie zwrotu z ryzykownych inwestycji, o których trzeba by było donieść w kolejnym sprawozdaniu, z którego są rozliczani. Innymi słowy, instytucje nie podejmują się inwestycji w akcje spółek o dużym potencjale, ale równocześnie ryzykownych, lecz wybierają raczej te bezpieczniejsze i przynoszące niższy zwrot z inwestycji, ponieważ ewentualne straty (z ryzykownej inwestycji) muszą być odnotowane w rocznym sprawozdaniu inwestora instytucjonalnego, na podstawie którego są rozliczani jego menedżerowie.

Badania prowadzone przez M. Faccio i M. Lasfer²⁶ dowiodły, że rola inwestorów instytucjonalnych w nadzorze nad ich spółkami portfelowymi jest ograniczona. Autorzy ci prowadzili badania nad brytyjskimi funduszami emerytalnymi. Zauważyli, że fundusze nie dodawały wartości do spółek, w których posiadały duże aktywa. Skuteczny monitoring funduszy nad spółkami został określony przez Faccio i Lasfera jako jedynie teoretyczny. Założyli oni, że fundusze te uznały monitorowanie spółek z portfela za zbyt trudne oraz zbyt kosztowne.

Należy także podkreślić, że wysoka płynność spółki ułatwia realizację opcji wyjścia (sprzedaż akcji), dzięki czemu maleje wśród inwestorów instytucjonalnych motywacja do aktywnego monitoringu spółek. Instytucje nie angażują się więc w monitoring i naprawę spółki, jeśli ewentualne koszty przekroczyłyby oczekiwane zyski. Dodatkowo, w wielu przypadkach inwestor instytucjonalny ponosząc koszty nadzoru i naprawy spółki musi liczyć się z faktem, iż korzystać będą z tego drobni inwestorzy, głównie indywidualni, którzy nie partycypowali w kosztach²⁷. S.M. Bainbridge zauważył, że w tej sytuacji instytucje nie powinny angażować się w nadzór nad spółkami, lecz raczej w zarządzanie kryzysowe i ewentualne podejmowanie prób naprawczych w spółkach, z których inwestor nie będzie mógł, lub nie będzie chciał z różnych powodów wyjść, sprzedając ich akcje²⁸.

Nawet w przypadku, gdy inwestor instytucjonalny podejmie się rzetelnego nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi, może napotkać na swojej drodze wiele problemów związanych z optymalnym pełnieniem funkcji nadzorczej. S.A. Di Piazza Jr. i R.G. Eccles²⁹ zwracają uwagę na kolejne problemy, jakie mogą utrudnić ewentualny nadzór instytucji nad spółkami. Barrierami tymi są luki informacyjne (*information gaps*) oraz luki w sprawozdawczości spółek (*reporting gaps*), które utrudniają, a często mogą uniemożliwiać pozyskiwanie prawdziwych i aktualnych informacji niezbędnych instytucji w przypadku, gdyby chciała się podjąć nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi. Luki informacyjne powstają także jako

25 *Ibidem*, s. 1.

26 M. Faccio, M. Lasfer, *Do Occupational...*, s. 105–106.

27 S.M. Bainbridge, *Shareholder...*, s. 12.

28 *Ibidem*, s. 12–13.

29 S.A. DiPiazza Jr., R.G. Eccles, *Building...*, s. 111–113.

konsekwencja teorii rynków efektywnych. W przypadku wysokiej dywersyfikacji, trudniejsze i kosztowniejsze okazuje się pozyskiwanie aktualnych informacji o rynku i spółkach portfelowych.

Dodatkowo, efektywny nadzór inwestora instytucjonalnego nad spółkami może zostać osłabiony przez dualizm relacji biznesowych. Bank lub ubezpieczyciel nie będzie dyscyplinował menedżerów spółki, ponieważ większą dla niego wartość i tym samym zysk będzie stanowić ubezpieczenie lub pożyczka świadczona spółce niż posiadane w niej udziały, na których bank lub ubezpieczyciel dopuszcza stratę, dbając jedynie o zachowanie w danej spółce statusu świadczonodawcy swoich usług³⁰.

30 K.A.D. Camara, *Classifying...*, s. 239.

Zakończenie

W niniejszej monografii postawiono hipotezę, że warunkiem wzrostu efektywności nadzoru korporacyjnego jest postępująca profesjonalizacja akcjonariatu. Wraz z rozwojem i zmianami zachodzącymi na rynku kapitałowym, przeobrażeniom i postępującemu dostosowaniu do aktualnych warunków ulegają jego uczestnicy. Dostęp do informacji o zmieniających się warunkach nie jest jednakowy na rynku kapitałowym. Inwestorzy indywidualni niejednokrotnie nie posiadają odpowiedniej ilości środków i czasu, aby zdobyć wystarczające rozeznanie na rynku. Natomiast inwestorzy instytucjonalni posiadają środki, narzędzia i niezbędne kadry, by zdobywać na bieżąco aktualne informacje o rynku. Wydaje się jednak, że instytucje uczestniczą we współtworzeniu i doskonaleniu narzędzi nadzoru korporacyjnego, jednak nie biorą czynnego udziału w efektywnym nadzorze nad swoimi spółkami portfelowymi, powierzając to zadanie udziałowcom dominującym. Dla inwestorów instytucjonalnych priorytetem jest bezpieczeństwo środków powierzonych im przez swoich klientów (udziałowcy funduszu, banku, beneficjenci fundacji itd.). Priorytetem dla instytucji jest dywersyfikacja inwestycji, dzięki czemu można zwiększyć bezpieczeństwo środków zarządzanych przez inwestorów instytucjonalnych. W takiej sytuacji, instytucje nie poświęcają swojego czasu i środków na podejmowanie ewentualnych działań naprawczych w swoich spółkach portfelowych, lecz raczej skłaniają się do sprzedaży akcji spółek odnotowujących problemy.

W monografii zweryfikowano hipotezę główną i cztery hipotezy cząstkowe.

Hipoteza główna przyjmująca, że inwestorzy instytucjonalni tworzą zasady ładu korporacyjnego (kodeksy dobrych praktyk), ale później w praktyce ich nie stosują została potwierdzona. Przedstawione w niniejszej monografii regulacje, samoregulacje, zalecenia, ustawy krajowe, jak i prawodawstwo unijne odnośnie do zasad funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych, pełniących swoją funkcję nadzorczą w spółce, dają instytucjom szeroki wachlarz możliwości oddziaływania na spółki portfelowe i podejmowanie działań naprawczych. Przeprowadzone wyniki badań pozwalają jednak przypuszczać, że inwestorzy instytucjonalni nie korzystają z tych narzędzi. Zamiast aktywnego pełnienia funkcji nadzorczej i podejmowania prób naprawy spółek portfelowych, instytucje wybierają częściej wyjście z danej spółki poprzez sprzedaż jej akcji. Dodatkowo należy podkreślić, że zarówno pojęcie inwestora instytucjonalnego, jak i jego desygnaty nie

zostały dotychczas wyczerpująco przedstawione w literaturze przedmiotu i w szerokim spektrum regulacji prawnych odnoszących się do tych inwestorów, co może świadczyć o postępującym procesie rozgraniczania kodyfikowanej teorii odnośnie do nakazów i zaleceń dla inwestorów instytucjonalnych oraz praktyce funkcjonowania tych instytucji.

Pierwsza hipoteza cząstkowa, przyjmująca, iż na światowych rynkach, w tym w Polsce występują bariery władztwa korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych oraz że w przypadku instytucji zachodzą problemy z efektywnością systemów monitorowania spółek przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów, znajduje potwierdzenie w niniejszej monografii. Wpływ na osłabienie nadzoru korporacyjnego inwestorów instytucjonalnych nad polskimi spółkami publicznymi może wynikać z przyjmowanych przez instytucje długofalowych strategii inwestycyjnych, kładących nacisk na dywersyfikację portfela, awersję do ryzyka oraz dotyczące niektórych inwestorów instytucjonalnych limity inwestycyjne. Instytucje działające na polskim rynku zmagają się z podobnymi barierami władztwa korporacyjnego, jakie oddziałują na inwestorów instytucjonalnych w innych państwach. Wśród nich występują między innymi luki informacyjne (*information gaps*), luki w sprawozdawczości spółek (*reporting gaps*) oraz dualizm relacji biznesowych.

Wyniki badań potwierdzają, że w przypadku inwestorów instytucjonalnych działających na polskiej giełdzie, mają miejsce problemy z efektywnością systemów monitorowania spółek przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów. Występują trudności w kontrolowaniu menedżerów przez inwestorów. Przy małym udziale w spółce, trudniejsze staje się wywieranie wpływu na menedżerów, jak i występują problemy z oddelegowaniem swojego reprezentanta do rady. Rozbudowana struktura akcjonariatu zwiększa problem agencji. Występuje problem *gapowicza* (*free rider problem*). Mogą wystąpić trudności we współpracy z inwestorami. W przypadku rozproszonego akcjonariatu, może się okazać, że wielu udziałowców ma odmienne interesy i trudno będzie skoordynować ich działania.

Druuga hipoteza cząstkowa stanowiąca, że inwestorzy instytucjonalni inwestują w spółki, w których jest inwestor dominujący, przerzucając na niego kwestie nadzoru korporacyjnego nad spółką została potwierdzona w badaniu statystycznym przeprowadzonym na zebranej bazie danych. Zbadano zależność pomiędzy średnimi udziałami instytucji a rodzajem inwestora dominującego. Zauważono, że zachodzi korelacja pomiędzy typem pierwszego inwestora dominującego a różnicą w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych. Wydaje się, że w każdym przypadku, gdy istnieje w spółce inwestor dominujący, posiadający znaczny pakiet akcji spółki, stwarza to sytuację korzystną dla inwestorów instytucjonalnych, dla których powstaje dzięki temu zachęta, aby nabywać akcje takiej spółki. Inwestor dominujący może być w takiej sytuacji postrzegany przez instytucję jako gwarant jej interesów, a także jako podmiot nadzorujący spółkę i rozliczający jej menedżerów z przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego. Przy wysokiej dywersyfikacji,

którą praktykuje większość inwestorów instytucjonalnych, koszty nadzoru, a także próby ewentualnej naprawy spółek z portfela mogą okazać się zbyt wysokie, aby inwestorowi instytucjonalnemu opłacało się podejmować tego typu inicjatywy. Inwestor dominujący jest postrzegany jako podmiot, który nadzorując i podejmując ewentualne próby naprawy lub zmiany kierownictwa spółki we własnym interesie, dba pośrednio o interesy pozostałych udziałowców.

W przypadku badania średniej liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach z danym rodzajem inwestora dominującego, okazało się, że najczęściej inwestorzy instytucjonalni wybierają spółki, w których inwestorem dominującym jest w porządku malejącym: członek zarządu, rady nadzorczej, inwestor branżowy krajowy, branżowy zagraniczny oraz fundusz *private equity / venture capital*. Wyniki te wydają się potwierdzać hipotezę 2 przyjmującą, że przy wysokiej dywersyfikacji inwestorzy instytucjonalni wolą przerzucić koszty związane z nadzorem korporacyjnym nad spółkami na inny podmiot, z racji występujących okoliczności (posiadanie znacznego pakietu akcji – w wyniku problemów w spółce istnieje prawdopodobieństwo poniesienia znacznych strat dla inwestora dominującego) bardziej zainteresowany czynnym nadzorem nad spółką. Instytucje lokują swoje środki najczęściej w spółki, w których inwestor dominujący jest osobą lub podmiotem, który powinien być najlepiej zorientowany w sprawach spółki i posiadać najszersze możliwości wpływania na jej kierownictwo. Nieprzypadkowo najczęściej inwestorzy instytucjonalni są udziałowcami spółek, których inwestorem dominującym jest obecny lub były członek zarządu lub rady nadzorczej. Osoby te posiadają najgłębszą wiedzę o spółce i wiele formalnych oraz nieformalnych możliwości nacisku na menedżerów spółki, aby ci zarządzali majątkiem przedsiębiorstwa w zgodzie z zasadami nadzoru korporacyjnego i ku korzyści wszystkich udziałowców. Instytucje zakładają prawdopodobnie, iż członek władz spółki, będący jej udziałowcem dominującym będzie zarządzał nią w sposób rozważny, gdyż w razie kłopotów w spółce, ryzykuje nie tylko utratę pracy, lecz także stratę części swojego majątku w wyniku spadku kursu akcji.

W dalszej kolejności instytucje lokują swoje środki w spółkach, w których inwestorem dominującym jest inwestor branżowy, zarówno krajowy, jak i zagraniczny oraz fundusz *private equity / venture capital*. Sytuacja taka ma miejsce, ponieważ podmioty te posiadają zazwyczaj większą wiedzę o branży, w jakiej funkcjonuje spółka, niż pozostałe rodzaje akcjonariuszy. Fakt ten pozwala instytucjom przypuszczać, że dzięki temu będą oni w stanie lepiej nadzorować spółkę, są na gruncie zawodowym w bliższych relacjach z jej menedżerami oraz w razie kłopotów będą w stanie skuteczniej doradzać kierownictwu spółki w kwestiach ewentualnych działań naprawczych. Fakty te pozwalają przypuszczać, że lokowanie kapitału w spółkę, w której akcjonariuszami dominującymi są osoby z jej władz lub podmioty działające w ramach tej samej branży jest bezpieczniejsze, niż inwestowanie w spółkę, w której nie będzie podmiotów posiadających wiedzę i umiejętności pozwalających domniemywać, iż będą w stanie przejąć na siebie obowiązek nadzoru

nad spółką z korzyścią dla wszystkich akcjonariuszy. W innym wypadku instytucje musiałyby samodzielnie podjąć się nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi, co z racji wysokiej dywersyfikacji mogłoby okazać się kosztowne lub wręcz nieopłacalne. Należy jeszcze nadmienić, że jedynie w przypadku TFI w latach 2007 i 2011 brak istotności statystycznej pomiędzy typem pierwszego inwestora dominującego a różnicą w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych. Fakt ten można prawdopodobnie tłumaczyć wpływem kryzysów gospodarczych – światowego zapoczątkowanego na rynku nieruchomości w USA w 2007 roku oraz kryzysu w strefie euro z 2011 roku. Wydaje się, że w czasie kryzysu większym zagrożeniem dla TFI okazały się czynniki zewnętrzne w stosunku do spółki, wynikające z krachu gospodarczego, niż ewentualne zagrożenia wewnętrzne w spółce, które mogłyby zostać dostrzeżone oraz naprawione przez nadzorującego menedżerów inwestora dominującego.

Trzecia hipoteza cząstkowa przyjmująca, że inwestorzy instytucjonalni w doborze spółek do portfela nie działają z intencją maksymalizacji zysków, ale zwiększenia bezpieczeństwa wkładów powierzonych im przez ich klientów za pomocą dywersyfikacji inwestycji, stąd przy doborze spółek nie sugerują się wysokością czynników ekonomicznych i finansowych spółki czy sektorem, w którym prowadzi ona działalność także znalazła potwierdzenie w uzyskanych wynikach badań. Zbadano zależność korelacyjną pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych, a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Zmienne te nie okazały się priorytetowymi czynnikami branżowymi pod uwagę przez inwestora instytucjonalnego przy konstruowaniu swojego portfela inwestycyjnego. Tylko w przypadku kategorii „inni inwestorzy instytucjonalni” widać pewne zależności w wybranych latach. W 2007 roku wzrost udziałów „innych inwestorów instytucjonalnych” w spółkach wpływał na wzrost wskaźnika fluktuacji składu zarządów. Dla tej samej grupy inwestorów w 2011 roku odnotowano słabą korelację Pearsona pomiędzy udziałami tych instytucji, a takimi czynnikami określającymi spółkę portfelową jak jej: wysokość przychodów netto ze sprzedaży, zysk (strata) netto oraz stopa zwrotu z aktywów (ROA). Powyższe wyniki odnośnie kategorii „inni inwestorzy instytucjonalni” mogą jednak nie obrazować pełnego spektrum sytuacji, ponieważ liczba inwestorów w tej grupie jest wielokrotnie mniejsza, niż w pozostałych grupach. Należy podkreślić, że uleganie pewnym trendom przez niewielką grupę inwestorów w pewnych okresach nie może być rozumiane jako świadoma działalność zróżnicowanej grupy inwestorów (banków, fundacji itd.). Wydaje się, że wzrost udziałów inwestorów instytucjonalnych w spółkach nie zależy w pierwszej kolejności od wysokości czynników ekonomicznych oraz finansowych spółki. W dużej mierze instytucje konstruują swoje portfele mając na uwadze bezpieczeństwo inwestowanych środków, które zostały im powierzone przez ich klientów, takich jak np.: członkowie funduszu, darczyńcy fundacji czy też klienci banku. W takiej sytuacji, inwestorzy instytucjonalni zwracają się ku spółkom nie tyle cechującym się spektakularnymi wynikami i wysokim zwrotem,

co raczej ku tym odnotowującym skromniejszy, lecz bardziej stały, pozbawiony spektakularnych zwyżek, ale też dotkliwych spadków wzrost. Wydaje się, że instytucje skłaniają się raczej ku ograniczającej ryzyko dywersyfikacji portfela, niż na wysoki, lecz ryzykowny ewentualny zwrot w kilku szybko wzrastających spółek.

Ponadto przeanalizowano zależności, pomiędzy zmianą wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych a zmianami takich czynników określających spółki publiczne jak: wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE), zysk/strata netto, przychody netto ze sprzedaży oraz zmiana prezesa. Wzrost powyższych czynników w spółce w większości przypadków nie był skorelowany ze wzrostem w niej udziałów poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych. Jedynie w 2008 roku wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego danej spółki miał istotne znaczenie dla wzrostu udziałów jej akcjonariuszy w postaci funduszy *private equity / venture capital*. Wzrost zysku (spadek straty) spółki był skorelowany ze wzrostem udziałów instytucji jedynie dla zarządzających aktywami w 2011 roku oraz dla funduszy *private equity / venture capital* w 2010 roku. Zależność pomiędzy wzrostem przychody netto ze sprzedaży, a zwiększeniem udziałów instytucji miała miejsce jedynie w przypadku TFI w 2009 roku. Zmiana prezesa w spółce miała istotne statystycznie znaczenie dla wzrostu udziałów inwestorów instytucjonalnych jedynie w przypadku OFE (lata 2008 oraz 2011) oraz dla funduszy *private equity / venture capital* w 2011 roku.

Powyższe wyniki nie pozwalają na wskazanie schematów, którymi posługiwali się inwestorzy instytucjonalni, zarówno jako cała grupa, jak i w przypadku poszczególnych rodzajów instytucji, za pomocą których dokonywano oceny spółki przed zwiększeniem w niej udziałów w oparciu o jej wyniki ekonomiczne. Czynniki, które były skorelowane ze wzrostem udziałów instytucji cechują się wysoką zmiennością w okresie badania. Wydaje się, że badane czynniki nie zawsze są postrzegane przez inwestorów instytucjonalnych jako priorytetowe w procesie tworzenia długookresowych strategii inwestycyjnych.

Prawdopodobnie do oceny spółki przed włączeniem jej do portfela lub w przypadku rozważania zwiększenia w niej zaangażowania przez zakup dodatkowych akcji, instytucje kierują się w wysokim stopniu wieloma nieformalnymi źródłami informacji o spółce, takimi jak: prognozy rozwoju danej branży, znajomość zarządzających spółką menedżerów, ufność w ich wiedzę oraz kompetencję itd. Nie polegają więc w swoich wyborach jedynie na samych wynikach okresowych publikowanych przez spółkę.

W części empirycznej niniejszej monografii weryfikowano także, czy istnieje korelacja pomiędzy sektorem, w którym działa spółka a wzrostem udziału inwestorów instytucjonalnych oraz ich liczby (*hipoteza cząstkowa trzecia*). Odnotowano korelację pomiędzy poszczególnymi sektorami a wzrostem udziałów inwestorów instytucjonalnych jedynie w przypadku funduszy *private equity / venture capital* dla całego okresu badania oraz w latach 2007 oraz 2008 w przypadku inwestorów z kategorii „inni instytucjonalni”. Pozostałe rodzaje instytucji w procesie tworzenia

swojego portfela inwestycyjnego nie preferują spółek z wybranych branż. Wiele funduszy specjalizuje się jedynie w inwestycjach w spółki z danej branży np. informatycznej. W przypadku funduszy *private equity / venture capital*, które częstokroć specjalizują się w inwestycjach w przedsiębiorstwa z wybranej branży, w której działa spółka jest bardzo ważnym czynnikiem w procesie kształtowania portfela inwestycyjnego funduszu.

W przypadku wpływu sektora, w którym funkcjonuje spółka na średnią liczbę inwestorów instytucjonalnych, w większości przypadków korelacja nie występuje. Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona występowała jedynie dla zarządzających aktywami (w 2008 i 2009 roku), funduszy *private equity / venture capital* (w 2008 roku) i „pozostałych instytucjonalnych” (w 2009 i 2011 roku). Wydaje się, że w powyższych przypadkach sektor, w jakim funkcjonuje spółka mógł być istotnym czynnikiem branżowym pod uwagę w momencie zakupu akcji danej spółki przez inwestora instytucjonalnego. Innymi słowy sektor, w którym funkcjonuje inwestor miał wpływ na zwiększenie jego udziałów w przypadku funduszy *private equity / venture capital* dla całego okresu badania oraz w przypadku inwestorów z kategorii „inni instytucjonalni” w latach 2007-2008. Wpływ sektora na liczbę inwestorów instytucjonalnych został zaś odnotowany jedynie w wymienionych w poprzednim akapicie latach dla: zarządzających aktywami, funduszy *private equity / venture capital* i „pozostałych instytucjonalnych”.

Czwarta hipoteza cząstkowa przyjmująca, że inwestorzy instytucjonalni nie dodają wartości do swoich spółek portfelowych, podobnie jak poprzednie znalazła potwierdzenie w uzyskanych wynikach. W części empirycznej przebadano występowanie korelacji pomiędzy liczbą inwestorów instytucjonalnych w spółce a takimi czynnikami jak: zmiany ROE, zysku (straty) netto, przychodów netto ze sprzedaży oraz zmiana prezesa. Korelacja wystąpiła pomiędzy wzrostem sumy liczby wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych a wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego dla wszystkich inwestorów instytucjonalnych jako ogółu (w 2011 roku), dla funduszy *pe/vc* (w 2008 roku) oraz dla OFE i TFI (w obu przypadkach w 2011 roku). Wzrost przychodów ze sprzedaży w spółce był istotny dla zwiększenia liczby udziałowców jedynie w przypadku TFI (w 2009 roku) i OFE (w 2010 roku). Wzrost zysku (spadek straty) okazał się istotny dla zwiększenia liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach jedynie dla TFI (w 2011 roku). Stwierdzono korelację, pomiędzy zmianą prezesa a wzrostem liczby OFE w spółkach w 2008 roku. Można więc zauważyć, że obecność w spółce publicznej inwestora instytucjonalnego miała wpływ tylko na niewielką liczbę czynników odnotowywanych przez nią w poszczególnych latach badania, a nie w całym jego okresie. Na podstawie uzyskanych wyników można wywnioskować, że instytucje nie wdrażały planów nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi, ponieważ zazwyczaj odnotowywano brak wpływu instytucji na kondycję spółek, co może świadczyć o braku należytego nadzoru inwestorów instytucjonalnych nad spółkami, który przekłada się na brak dodawania wartości do przedsiębiorstwa przez inwestora w procesie nadzoru nad

nim. Wspomniany nadzór w postaci kontroli i doradztwa dla kadry zarządzającej spółki powinien mieć wpływ na wzrost określających ją czynników ekonomicznych i finansowych.

W dalszej kolejności przebadano, czy średnie wartości zmiennych ekonomicznych różnią się istotnie ze względu na różną liczbę inwestorów instytucjonalnych w spółkach, czyli czy większa liczba inwestorów instytucjonalnych w spółce przekłada się na jej lepsze wyniki. Jeśli tak, można przypuszczać, że wpływ na ten stan rzeczy ma odpowiedni nadzór nad menedżerami, sprawowany przez instytucje. Zbadano korelację pomiędzy liczbą poszczególnych rodzajów instytucji a medianą i średnią wybranych zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Wystąpiła istotność statystyczna w ostatnich dwóch latach badania (2010–2011) dla wzrostu liczby inwestorów z grupy funduszy *private equity / venture capital* oraz „innych inwestorów instytucjonalnych”, a także mediana i średnia wybranych zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. W przypadku pozostałych rodzajów instytucji nie zanotowano korelacji pomiędzy badanymi czynnikami. Jedynie w przypadku funduszy *pe/vc* oraz „innych inwestorów instytucjonalnych” występuje związek pomiędzy ich liczbą w spółce, a poprawą jej wyników, takich jak: ROE, zysk, aktywa, przychody netto ze sprzedaży, kapitalizacja itd. Wydaje się więc, że większość inwestorów instytucjonalnych nie dodaje wartości do swoich spółek portfelowych, odpowiednio je nadzorując, doradzając, pomagając menedżerom wyjść z ewentualnych kłopotów, czy działając aktywnie w kwestii zmiany nierokującego prezesa na kompetentniejszego. Wyjątki w postaci funduszy *private equity / venture capital* i „innych instytucjonalnych” można wyjaśnić odmiennymi preferencjami inwestycyjnymi tych grup podmiotów. Fundusze *private equity / venture capital*, jak wcześniej wspomniano często specjalizują się w spółkach z danej branży, tym samym ich przedstawiciele na WZA spółki lub wybrani do rady nadzorczej posiadają niejednokrotnie wysoką wiedzę specjalistyczną, dzięki której mogą efektywniej nadzorować spółki i wpływać na zapadanie decyzji podnoszących potencjał i wartość przedsiębiorstwa. Z kolei w skład grupy „inni instytucjonalni” wchodzi podmioty takie jak: fundacje, firmy ubezpieczeniowe oraz banki, które niejednokrotnie przyjmują długofalowe strategie inwestycyjne. Podmioty te będąc udziałowcami spółki przez wiele lat, mogą posiadać o niej wyższą wiedzę niż przeciętny akcjonariusz i tym samym wpływać na kierownictwo lub innych akcjonariuszy (głosując na WZA wspólnie na rzecz danej inicjatywy) w ten sposób, aby finalizować posunięcia zwiększające wartość spółki.

Istotne wydaje się to, że dla większości typów inwestorów, jak i lat badania, zmiana prezesa w spółce portfelowej w danym roku najczęściej nie była istotna dla wzrostu udziałów instytucji w roku następnym (korelacja występowała jedynie dla OFE dla 2008 roku oraz 2011 i dla funduszy *pe/vc* dla 2011 roku). Wyniki te mogą wskazywać, że instytucje rzadko korzystały ze swojego prawa do zmiany kierownictwa spółki, a tym samym nie wykorzystywały jednego z podstawowych narzędzi nadzoru nad spółką. Wydaje się, że ewentualne zmiany składu organów spółki

mogły być inicjowane przez innych akcjonariuszy, którzy mieli w takim działaniu określony cel, takich jak inwestorzy dominujący. Można przyjąć, że jeśli inwestor instytucjonalny inicjowałby zmianę prezesa w odpowiedzi na niekorzystne dla wspomnianej instytucji zmiany w spółce lub nieodpowiednie zarządzanie spółką przez jej prezesa, musiałby brać czynny udział w nadzorze nad nią, gdyż w przeciwnym wypadku nie wiedziałby o niepożądanym sytuacji lub nadużyciach. W przypadku zakończonej sukcesem zmiany prezesa, inwestor instytucjonalny powinien być skłonny zwiększyć udziały w spółce, ufny, że nowy prezes zażegna kryzys wywołany przez poprzednie kierownictwo. Oczywiście zwiększenie udziałów do pewnego pułapu nie musi dotyczyć inwestorów, których obowiązują limity inwestycji w akcje jednego podmiotu (OFE, TFI), jednak w badaniu najczęściej brak korelacji pomiędzy zmianą prezesa a wzrostem udziałów inwestorów instytucjonalnych. Wydaje się więc, że można domniemywać, iż zmiany prezesa w spółkach nie były inicjowane przez instytucje, które starały się ograniczyć koszty nadzoru wynikające ze zdywersyfikowanych portfeli, lecz przez inwestorów dominujących, którzy z racji dużych udziałów w spółce nie mogli bez strat skorzystać z ewentualnej opcji wyjścia sprzedając akcje, w wypadku, gdyby kierownictwo w spółce działało na ich szkodę. Brak korelacji pomiędzy zmianą prezesa spółki portfelowej a wzrostem udziałów inwestorów instytucjonalnych pozwala zatem przypuszczać, że kwestia ewentualnej zmiany prezesa nie znajdowała się zazwyczaj w centrum zainteresowań instytucji i niezależnie, czy taka zmiana dokonywała się, inwestorzy instytucjonalni zachowywali zazwyczaj niezmienny stan posiadania w danej spółce. Rozumowanie to pozwala poprzec hipotezę o sprawowaniu ograniczonego nadzoru instytucji nad spółkami portfelowymi. Z racji nastawienia na wysoką dywersyfikację, instytucjom nie opłaca się szczegółowo nadzorować swoich spółek. Tym samym, nawet po zmianie prezesa na godnego zaufania według inwestora dominującego, instytucja nie musi zwiększać udziału w spółce, ponieważ z jednej strony, działając w zgodzie ze strategią dywersyfikacji, może zainwestować swoje środki w inne spółki, w których jeszcze nie posiada udziałów, z drugiej zaś strony, oszczędzając na nadzorze, inwestor instytucjonalny może nie być w stanie prawidłowo oszacować kompetencji nowego prezesa i potencjału rozwojowego spółki. Inwestując w tej sytuacji dodatkowo w przedsiębiorstwo, które przechodziło kryzys, instytucja ryzykuje bezpieczeństwo wkładów swoich klientów.

Konkludując, należy stwierdzić, że pomimo znacznego zwiększenia udziału inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach publicznych w okresie badania, wydaje się, że fakt ten nie przełożył się na widoczną poprawę jakości nadzoru instytucji nad spółkami.

Streszczenie

Celem głównym monografii była próba oceny udziału inwestorów instytucjonalnych w procesach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego nad polskimi spółkami publicznymi ze wskazaniem na rozbieżność pomiędzy udziałem instytucji w tworzeniu ram ładu korporacyjnego a rzeczywistym stosowaniem jego wytycznych w praktyce nadzoru nad polskimi spółkami publicznymi. Zgodnie z treścią hipotezy głównej inwestorzy instytucjonalni nie wykorzystują optymalnie swojej pozycji w akcjonariacie spółek, tworzą zasady ładu korporacyjnego (m.in. kodeksy dobrych praktyk), ale w praktyce ich nie stosują, poprzez podejmowanie rzeczywistego nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi.

Przedstawione w niniejszej monografii regulacje, samoregulacje, zalecenia, ustawy krajowe, jak i prawodawstwo unijne odnośnie do zasad funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych, pełniących swoją funkcję nadzorczą w spółce, dają instytucjom szeroki wachlarz możliwości oddziaływania na spółki portfelowe i podejmowanie działań naprawczych. Przeprowadzone wyniki badań pozwalają jednak przypuszczać, że inwestorzy instytucjonalni nie korzystają z tych narzędzi. Zamiast aktywnego pełnienia funkcji nadzorczej i podejmowania prób naprawy spółek portfelowych, instytucje wybierają częściej wyjście z danej spółki poprzez sprzedaż jej akcji.

Wyniki badań potwierdziły, że w przypadku inwestorów instytucjonalnych działających na polskiej giełdzie, mają miejsce problemy z efektywnością systemów monitorowania spółek przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów. Zauważono, że zachodzi korelacja pomiędzy typem pierwszego inwestora dominującego a różnicą w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych. W przypadku badania średniej liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach z danym rodzajem inwestora dominującego, okazało się, że najczęściej inwestorzy instytucjonalni wybierają spółki, w których inwestorem dominującym jest w porządku malejącym: członek zarządu, rady nadzorczej, inwestor branżowy krajowy, branżowy zagraniczny oraz fundusz *private equity* / *venture capital*.

W monografii zbadano także zależność korelacyjną pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych, a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek. Zmienne te nie okazały się priorytetowymi czynnikami brajnymi pod uwagę przez inwestora instytucjonalnego przy konstruowaniu swojego portfela inwestycyjnego. Ponadto przeanalizowano zależności, pomiędzy zmianą

wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych a zmianami takich czynników określających spółki publiczne jak: wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE), zysk/strata netto, przychody netto ze sprzedaży oraz zmiana prezesa. W części empirycznej niniejszej monografii zweryfikowano także, czy istnieje korelacja pomiędzy sektorem, w którym działa spółka a wzrostem udziału inwestorów instytucjonalnych oraz ich liczby. Odnotowano korelację pomiędzy poszczególnymi sektorami a wzrostem udziałów inwestorów instytucjonalnych jedynie w przypadku funduszy *private equity / venture capital*. Ponadto przebadano występowanie korelacji pomiędzy liczbą inwestorów instytucjonalnych w spółce a takimi czynnikami jak: zmiany ROE, zysku (straty) netto, przychodów netto ze sprzedaży oraz zmiana prezesa. Korelacja wystąpiła pomiędzy wzrostem sumy liczby wszystkich akcjonariuszy instytucjonalnych a wzrostem stopy zwrotu z kapitału własnego dla wszystkich inwestorów instytucjonalnych jako ogółu, dla funduszy *pe/vc* oraz dla OFE i TFI. W dalszej kolejności przebadano, czy średnie wartości zmiennych ekonomicznych różnią się istotnie ze względu na różną liczbę inwestorów instytucjonalnych w spółkach, czyli czy większa liczba inwestorów instytucjonalnych w spółce przekłada się na jej lepsze wyniki.

Konkludując, stwierdzono, że pomimo znacznego zwiększenia udziału inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach publicznych w okresie badania, wydaje się, że fakt ten nie przełożył się na widoczną poprawę jakości nadzoru instytucji nad spółkami.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, ład korporacyjny, inwestor instytucjonalny, spółka publiczna.

Bibliografia

Pozycje zwarte

- Abbinck, J.B., *Alternative Assets and Strategic Allocations: Rethinking the Institutional Approach*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010.
- Al-Kaber, M., *Rynki finansowe i instytucje*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2004.
- Allen, D., *Fundamentals of Investor Relations*, [w:] *The New Investor Relations Expert Perspectives on the State of the Art*, B.M. Cole (red.), Bloomberg Press, Princeton 2004.
- Aluchna, M., *Struktura własności a nadzór korporacyjny*, [w:] *Ład korporacyjny*, D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Barker, R.M., *Corporate Governance, Competition, and Political Parties: Explaining Corporate Governance Change in Europe*, Oxford University Press, Oxford 2010.
- Baums, T., Buxbaum, R.M., Hopt, K.J., *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter & co, Berlin 1993.
- Berle, A., Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Co., New York 1932.
- Bielecki, A., *Nadzór korporacyjny w spółkach giełdowych*, [w:] *Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa*, H. Król (red.), nr 6, Wydawnictwo Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle „Orgmasz”, Warszawa 2006.
- Bielecki, A., *Rola inwestorów instytucjonalnych w monitorowaniu spółek*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, S. Rudolf (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Bloch, E., *Inside Investment Banking: Second Edition*, Beard Books, Washington 2005.
- Błoch, Ł., *Pac-Man Defense jako forma obrony spółki przed wrogim przejęciem*, [w:] *Polityka ekonomiczna*, J. Sokołowski (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010.
- Błoch, Ł., *Trujące pigułki (poison pills) jako narzędzia obrony spółki przed wrogim przejęciem*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, P. Urbanek (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Bojańczyk, M., *Managers and Owners on the Capital Market. Crisis In Company Management*. Warsaw School of Economics, Warsaw 2010.

- Borkowska, B., *Ramy instytucjonalne a corporate governance*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, P. Urbanek (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Borowiecki, R., Jaki A., Misiołek K., Rojek T. (red.), *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005.
- Carlsson, R.H., *Strategic Corporate Governance in the New Economy*, John Wiley & Sons, LTD, Chichester 2001.
- Colley Jr., J.L., *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo K.E. LIBER, Warszawa 2005.
- Davis, E.P., Steil, B., *Institutional Investors*, The MIT Press, Cambridge 2001.
- DePamphilis, D.M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier/Academic Press, London 2008.
- Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Wydawnictwo Banku Światowego, Washington 2001.
- Dębski, W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy – podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dhanji, F., Milanović, B., *Privatization in Eastern and Central Europe: Objectives, Constraints, and Models of Divestiture*, Wydawnictwo Banku Światowego, Washington 1991.
- DiPiazza Jr., S.A., Eccles, R.G., *Building Public Trust: The Future of Corporate Reporting*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2002.
- Dreyer, J.S., *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynkocentrycznym*, [w:] *Nadzór korporacyjny*, K.A. Lis, H. Sterniczuk (red.), Wydawnictwo Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Duda-Piechaczek, E., *Fundusze inwestycyjne w praktyce*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2008.
- Dyl, M., *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001.
- Dziawgo, D., *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Fabozzi, F.J., *Institutional Investment Management: Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2009.
- Fleming, A., Bokros, L., Votava C. (red.), *Financial Transition in Europe and Central Asia: challenges of the New Decade*, Wydawnictwo Banku Światowego, Washington 2001.
- Gatnar, E., Walesiak, M. (red.), *Analiza danych jakościowych i symbolicznych z wykorzystaniem programu R*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Gaughan, P.A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, New Jersey 2007.
- Golding, T., *The City: Inside the Great Expectation Machine*, Pearson Education Limited, London 2003.

- Gonnard, E., Kim, E.J., Ynesta, I., *Recent Trends in Institutional Investors Statistics*, Wydawnictwo OECD, 2008.
- Hart, O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, London 1995.
- Hawley, J.P., Kamath, S.J., Williams, A.T. (red.), *Corporate Governance Failures. The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 2011.
- Hirschey, M., John, K., Makhija, A.K., *Corporate Governance And Firm Performance*, Wydawnictwo JAI Press, Bingley 2009.
- Jeszeck, Ch., *401 (K) Plans: Certain Investment Options and Practices That May Restrict Withdrawals Not Widely Understood*, United States Government Accountability Office, Washington 2011.
- Jeżak, J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Kennelly, J.J., *Institutional Ownership and Multinational Firms: Relationships to Social and Environmental Performance*, Garland Publishing, Inc., New York 2000.
- Kochard, L.E., Rittereiser, C.M., *Foundation and Endowment Investing*, John Wiley & Sons, Hoboken 2008,
- Koładkiewicz, I., *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, S. Rudolf (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Kropiwnicki, J., *Fundusze inwestycyjne. Prawna ochrona interesu uczestników*, Wydawnictwo LexisNexis, Warszawa 2009.
- Kulesza, T., *Nadzór korporacyjny a zarządzanie spółką kapitałową*, Wydawnictwo LexisNexis, Warszawa 2002.
- Lis, K.A., Sterniczuk, H., *Nadzór korporacyjny*, Wydawnictwo Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Marnet, O., *Behaviour and Rationality in Corporate Governance*, Routledge, New York 2008.
- Martin, R., Casson, P.D., Nisar, T.M., *Investor Engagement: Investors and Management Practice under Shareholder Value*, Oxford University Press, Oxford 2007.
- Mendel, T., Ignyś, A., *Współczesne koncepcje nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, S. Rudolf (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Mesjasz, Cz., *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] *Ład korporacyjny*, D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Mesjasz, Cz., *Teorie nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, S. Rudolf (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Miklaszewska, E. (red.), *Bank na rynku finansowym. Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2010.

- Nawojczyk, M., *Przewodnik po statystyce dla socjologów*, Wydawnictwo Predictive Solutions, SPSS, Kraków 2010.
- Noel, M., Kantur, Z., Rutledge, S., Krasnov, Y., *Development of Capital Markets and Institutional Investors in Russia: Recent Achievements and Policy Challenges Ahead*, Wydawnictwo Banku Światowego, 2006.
- Oplustil, K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Osińska, M., *Wpływ otwartych funduszy emerytalnych na rynek akcji w Polsce. Analiza zdarzeń*, [w:] *Rynki finansowe*, H. Mamcarz (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
- Postrach, K., *Teoria agencji a teoria stewarda w nadzorze korporacyjnym*, [w:] *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, P. Urbanek (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Rapaport, A., *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*, Wydawnictwo Wig-Press, Warszawa 1999.
- Rudolf, S., *Kierunki ewolucji głównych systemów nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, M. Jerzemowska, (red.), „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 2/1, Sopot 2011.
- Scott, M.C., *Achieving Fair Value: How Companies Can Better Manage Their Relationships with Investors*, John Wiley & Sons, Ltd., Chichester 2005.
- Sharpe, W.F., *Investments*, Prentice Hall International, London 1995.
- Siudek, T., *Wybrane zagadnienia z finansów*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2006.
- Sławiński, A., *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Słomka-Gołębiowska, A., *Corporate Governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2006.
- Smith, A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. 2, PWN, Warszawa 1954.
- Solarz, J.K., *Metodologia badania złożonych układów organizacyjnych. Perspektywa Corporate Governance*, Materiały powielane, 1997, cyt. za: R. Borowiecki, A. Jaki, K. Misiołek, T. Rojek (red.), *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYN, Kraków 2005.
- Solomon, J., *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Chichester 2007.
- Starzyńska, W., *Statystyka praktyczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Suchecka, J., *Metody statystyczne. Zarys teorii i zadania*, Wydawnictwo Wydziału Zarządzania Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2003.
- Szymański, M., Nogalski, B., *Obrona przed wrogim przejęciem. Jak ochronić swój biznes*, Wolters Kluwer, Warszawa. 2011
- Śliwa, J., *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź-Warszawa 2011.
- Waśniewski, K.A., *Decyzje inwestycyjne współczesnej korporacji – dylematy racjonalności*, Oficyna Wydawnicza AFM, Kraków 2011.

- Webel, B., *Financial Regulatory Reform and the 111th*, Congressional Research Service, 2010.
- Zabielski, K., *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Zalega, K., *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2003.
- Zaleska M. (red.), *Współczesna bankowość*, t. 1, Difin, Warszawa 2007.

Artykuły

- Alves, C.F., Vicente, E.F.R., *Does the Latin Corporate Governance Model Perform Worse than Others in Preventing Earnings Management?* „Faculdade de Economia da Universidade do Porto Working Papers” February 2012, Vol. 447.
- Bainbridge, S.M., *Shareholder Activism and Institutional Investors*, UCLA School of Law, „Law-Econ Research Paper” September 2005, No. 05–20.
- Bebchuk, L.A., Cohen, A., Wang, Ch.C.Y., *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, „Journal of Corporate Finance” April 2014, Vol. 25.
- Benartzi, S., Thaler, R.H., *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, „NBER Working Paper Series” May 1993, Working Paper No. 436.
- Bierzanek, R., „Miękkie” prawo międzynarodowe, „Sprawy Międzynarodowe” 1987, nr 1.
- Błoch, L., *Golden Parachute as a Component of the Salary of Presidents of the Management Boards*, „Theory of management 3” 2011.
- Bothe, M., *Legal and Non Legal Norms: A Meaningful Distinction in International Relations*, „Netherlands Yearbook of International Law” 1980.
- Brickley, J.A., Lease, R.C., Smith, C.W., *Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments*, „Journal of Financial Economics” January–March 1988, No. 20.
- Camara, K.A.D., *Classifying Institutional Investors*, „Social Science Research Network” August 2004.
- Donaldson, L., *The ethereal hand: Organizational Economics and Management Theory*, „Academy of Management Review” 1990, Vol. 15, No. 3.
- Eisenhardt, K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, „The Academy of Management Review” January 1989, Vol. 14, No. 1.
- Enriques, L., Volpin, P., *Reformy corporate governance w Europie kontynentalnej*, „Czasopismo HUK” 2007, nr 2.
- Faccio, M., Lasfer, M., *Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes?*, „Journal of Corporate Finance” March 2000, Vol. 6, No. 1.
- Fama, E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, No. 25(2).

- Fama, E.F., Jensen, M.C., *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” June 1983, Vol. XXVI.
- Farrar, J.H., *A Brief Thematic History of Corporate Governance*, „Bond Law Review” 12 January 1999, No. 11(2).
- Franks, J., Mayer, C., Wagner, H.F., *The Origins of the German Corporation – Finance, Ownership and Control*, „Review of Finance” 2006, Vol. 10.
- Gad, J., *Sprawozdawczość biznesowa wobec założeń teorii agencji*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, Vol. 11, nr 2.
- Gillan, S., Starks, L.T., *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*, „Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper” August 2003, No. 2003-01.
- Hung, H., *A typology of the theories of the roles of governing boards*, “Corporate Governance. An International Review” 1998, Vol. 6, nr 2.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” October 1976, Vol. 3, No. 4.
- Jin, L., *Capital Gain Tax Overhang and Price Pressure*, „AFA 2005 Philadelphia Meetings” 2004, June 2.
- Krzysztofek, A., *Teoretyczne aspekty funkcjonowania nadzoru korporacyjnego*, „Zarządzanie i Finanse. Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2012, nr 4/1.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., *Investor Protection and Corporate Governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, No. 58.
- Lülje, T., Menkhoff, L., *Risk Management, Rational Herding and Institutional Investors: A Macro View*, „Leibniz Universität Discussion Paper” 2003, No. 285.
- Manne, H.M., *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 1965, Vol. 73, No. 2.
- Maurer, R., *Institutional Investors in Germany: Insurance Companies and Investment Funds*, Center for Financial Studies an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main, „CFS Working Paper” 05 June 2003.
- Mesjasz, Cz., „Corporate governance”. *Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”*, „Przegląd Organizacji” 1998, nr 11.
- Monks, R., *What Will be the Impact of Active Shareholders: A Practical Recipe for Constructive Change*, „Long Range Planning” January 1999, No. 32.
- Morck, R., Nakamura, M., *Banks and corporate control in Japan*, „Journal of Finance” February 1999, Vol. 54, Iss. 1.
- Oviatt, B.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, „The Academy of Management Review” April 1998, Vol. 13, No. 2.
- Palmiter, A.R., *Staying Public: Institutional Investors in U.S. Capital Markets*, „Brooklyn Journal of International Law” 2009, Vol. 3.

- Payne, T.H., Millar, J.A., Glezen, G.W., *Fiduciary Responsibility and Bank-firm Relationships: An Analysis of Shareholder Voting by Banks*, „Journal of Corporate Finance” 1996, No. 3.
- Prosterman, R.L., Handstad, T., *Legal Impediments to Effective Rural Land Relations in Eastern Europe and Central Asia. A Comparative Perspective*, „World Bank Technical Paper” 1999, No. 436.
- Ryan, L.V. Schneider, M., *Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories*, „Sage Journals, Business Society” December 2003, Vol. 42, No. 4.
- Samborski, A., *Nadzór Korporacyjny w Kontekście Globalizacji*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2012, nr 267.
- Shleifer, A., Vishny, R., A., *Survey on Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1998, No. 52.
- Urbanek, P., *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, „Zeszyty Naukowe” 2011, nr 9.
- Urbanek, P., *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2009, nr 1.
- Urbanek, P., *Zmiany akcjonariatu a rotacja członków zarządu na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2014, Vol. 166.
- Van Nuys, K., *Corporate Governance through the Proxy Process: Evidence from the 1989 Honeywell Proxy Solicitation*, „Journal of Financial Economics” 1993, No. 34(1), August.
- Vittas, D., *Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?*, Wydawnictwo Banku Światowego, artykuł z konferencji ABCD LAC 28–30 czerwca 1998 roku w San Salvador, 1998.
- Wierzbicka, A., *Rola inwestorów w rozwoju nadzoru korporacyjnego*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 263.
- Zalega, K., *Wpływ nadzoru bankowego na sektor bankowy w świetle najnowszych badań*, „Bank i Kredyt” październik 2003.

Dokumenty

- Code on the Responsibilities of Institutional Investors, The Institutional Shareholders’ Committee, 2009, <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCCode161109.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- The Cadbury Report – The final report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, <http://www.icaew.com/~media/Files/Library/>

- subjects/corporate%20governance/financial%20aspects%20of%20corporate%20governance.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016, https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/RG/DPSN2016__GPW.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0038:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].
- Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:157:0087:0107:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].
- Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:224:0001:0007:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].
- Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:184:0017:0024:PL:PDF>, [dostęp: 06.10.2016].
- Institutional Investors. Statistical Yearbook 1992–2001*, OECD, Paris 2003.
- International Federation of Accountants, *Defining and Developing an Effective Code of Conduct*, Exposure Draft, September 2006.
- Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, Warszawa 24 października 2006, <http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/files/kodeks.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- Stosowanie dobrych praktyk ładu korporacyjnego, Deloitte, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Reports/pl_stosowanie_dobrych_praktyk_ladu%20korporacyjnego_FINAL.PDF [dostęp: 06.06.2017].
- UK Stewardship Code, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx> [dostęp: 06.10.2016].
- Uniform Securities Act (Last Revised or Amended in 2005), <http://web.archive.org/web/20120719003919/http://www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/securities/2002final.htm> [dostęp: 06.10.2016].

- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037).
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. 2006, nr 157, poz. 1119).
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. 1997, nr 139, poz. 933).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. 1997, nr 139, poz. 934).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1537).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz. U. 2002, nr 72, poz. 665, z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz.U. 1993, nr 44, poz. 202).
- Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. 2009, nr 77, poz. 649).
- Zalecenie Komisji z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].
- Zalecenie Komisji z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:PL:PDF> [dostęp: 06.10.2016].
- Zalecenie Komisji uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/directorspay_290409_pl.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris 2004.
- Zielona Księga, *Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Komisja Europejska, Bruksela.

Źródła internetowe

- Aggarwal, R., i inni, (2010), *Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors*, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, Ohio, <https://fisher.osu.edu/supplements/10/9860/200908.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- Akademia Prasy Lokalnej, *Definicja mikro, małych i średnich przedsiębiorstw*, Warszawa, listopad 2004, <http://web.archive.org/web/20120131093559/>; http://www.aplszkolenia.pl/definicja_msp.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Bitner, M., *Narodowe Fundusze Inwestycyjne – epilog po 20 latach*, Wealth Solutions, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Narodowe-Fundusze-Inwestycyjne-epilog-po-20-latach-2483607.html> [dostęp: 06.10.2016].
- Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T., *What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*, http://web.archive.org/web/20100717041435/http://www.afajof.org/pdfs/2005program/UPDF/P513_Corporate_Governance.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Certus Capital, *Subemisja inwestycyjna*, <http://www.certuscapital.pl/slownik/Subemisja-inwestycyjna> [dostęp: 06.10.2016].
- Financial Times Lexicon, *Institutional Investor*, <http://lexicon.ft.com/Term?term=institutional-investor> [dostęp: 06.10.2016].
- Formularz skargi na spółkę publiczną dostępny na stronie KNF, https://www.knf.gov.pl/dane_wspolne/Serwis_konsumenta/pomoc/skarga_na_spolke_publiczna.jsp [dostęp: 06.10.2016].
- Forum Odpowiedzialnego Biznesu, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl> [dostęp: 06.10.2016].
- Fox, E., *Introduction To Institutional Investing*, „Investopedia” 1 August 2011, <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/introduction-institutional-investing.asp#axzz1pJqH0ZYm> [dostęp: 06.10.2016].
- Fundusze hedgingowe kuszą inwestorów*, „Bankier.pl”, 15 kwietnia 2007, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Fundusze-hedgingowe-kusza-inwestorow-1600559.html> [dostęp: 06.10.2016].
- Fundusze hedgingowe*, <http://www.skarbiec.biz/inwestycyjne-fundusze/hedgingowe.htm> [dostęp: 06.10.2016].
- Fundusze Venture Capital i Private Equity cenią Polskę*, „Egospodarka” 9 września 2013, <http://www.egospodarka.pl/98664,Fundusze-Venture-Capital-i-Private-Equity-cenia-Polske,1,39,1.html> [dostęp: 06.10.2016].
- Gadomski, W., *Inwestorzy, gracze, piraci*, „Gazeta.pl Gospodarka” 12 października 2007, <http://web.archive.org/web/20081011063223/>; <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,85710,4572454.html> [dostęp: 06.10.2016].
- Gregoriou, A., *Lecture 9 Institutional Investors*, „The Economics Network”, <http://www.economicsnetwork.ac.uk/sites/default/files/Kent%20Matthews/Lecture%209%20Institutional%20Investors.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

- Horodyska, B., *Keiretsu – japoński model biznesowy a innowacje*, „Portal Innowacji”, <http://web.archive.org/web/20130606102933/>; http://www.pi.gov.pl/Polityka/chapter_95759.asp [dostęp: 06.10.2016].
- ICGN, *Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities*, International Corporate Governance Network, London 2007, http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/inst_share_responsibilities/2007_principles_on_institutional_shareholder_responsibilities.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- ICGN, *Statement on Global Corporate Governance Principles – Revised 2009*, http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/global_principles/icgn_global_corporate_governance_principles-revised_2009.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Internal Revenue Service, *Public Charities*, <http://www.irs.gov/charities/charitable/article/0,,id=137894,00.html> [dostęp: 06.10.2016].
- Introduction To Institutional Investing*, „Investopedia”, <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/introduction-institutional-investing.asp> [dostęp: 06.10.2016].
- Inwestor instytucjonalny*, [w:] *Słownik ekonomiczny*, <http://biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3915260> [dostęp: 06.10.2016].
- Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, <http://www.igte.com.pl> [dostęp: 06.10.2016].
- Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl/pl> [dostęp: 06.10.2016].
- Janus, B., *Co to jest private equity/venture capital?*, „Biznesfirma.pl”, 1 lutego 2009, http://web.archive.org/web/20120420023025/http://www.biznesfirma.pl/Co_to_jest_private_equity_venture_capital_13738.html [dostęp: 06.10.2016].
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F.J., López-de-Foronda, Ó., *Does the Influence of Institutional Investors Depend on the Institutional Framework? An International Analysis*, <http://economia.ucsc.cl/wp-content/uploads/2011/10/Does-the-influence-of-institutional-investors-depend-on-the-institutional-framework-An-international-analysis.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- Kozarzewski, P., *Privatization and Corporate Governance in Poland: Problems and Trends*, Warszawa 2006, http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/10761471_sa325_0.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Koziół, L., *Kontrakty menedżerskie w systemie nadzoru i zarządzania przedsiębiorstwem*, <http://janek.uek.krakow.pl/~kzzo/5.2.pdf> [dostęp: 06.06.2016].
- Kunz, P.V., *Swiss Corporate Governance – an Overview*, <http://web.archive.org/web/20140308021400/>; http://www.iwr.unibe.ch/content/e7137/e7138/e8539/e8655/099-134KUNZ_ger.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Kurs giełdowy, Fundusze inwestycyjne*, http://bossa.pl/index.jsp?layout=2&page=0&news_cat_id=248 [dostęp: 06.10.2016].
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., *Law and Finance*, National Bureau of Economic Research Working Paper 5661, Cambridge, July 1996, <http://www.nber.org/papers/w5661.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., *Corporate Ownership Around the World*, <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/docs/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Corp%20Ownership.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- López-Iturriaga, F.J. López-de-Foronda, Ó., *Corporate Social Responsibility and Large Shareholders: An Analysis of European Firms*, <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-Milan/papers/Corporate%20social%20responsability%20and%20large%20shareholders.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- Lynott, W.J., *Investors Need to Know Strategies to Minimize the Taxes on Their Portfolio*, „Water Well Journal”, 1 June 2011, <http://web.archive.org/web/20120218101148/http://waterwelljournal.org/2011/06/tax-sensitive-investing> [dostęp: 06.10.2016].
- Management Commentary. A Framework for Presentation*, <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/Pages/Management-Commentary.aspx> [dostęp: 06.10.2016].
- Ministerstwo Skarbu Państwa, *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie opublikowała dziś prospekt emisyjny*, 14 października 2010, <http://web.archive.org/web/20101104103207/>; http://msp.gov.pl/portal/pl/29/12681/Gielda_Papierow_Wartosciowych_w_Warszawie_opublikowala_dzis_prospekt_emisyjny.html [dostęp: 06.10.2016].
- Morel, D., *Is your Management Aligned with Shareholders or Entrenched?*, „Fusion Investing”, 20 April 2011, <http://www.fusioninvesting.com/2011/04/is-your-management-aligned-with-shareholders-or-entrenched> [dostęp: 06.10.2016].
- Nowa firma zarządzająca aktywami rozpoczyna działalność*, <http://wyborcza.biz>, 23 czerwca 2010; http://wyborcza.biz/finanse/1,105684,8054700,Nowa_firma_zarzadzajaca_aktywami_rozpoczyna_dzialalnosc.html#ixzz2tbPtsfYB [dostęp: 06.10.2016].
- OECD, *Institutional Investors and Governance in Selected OECD Countries*, <http://www.oecd.org/dataoecd/46/4/2506329.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- Polska atrakcyjnym rynkiem dla funduszy private equity i venture capital*, „Newseria”, 6 lutego 2015, <https://inwestor.newseria.pl/newsy/polska-atrakcyjnym-rynkem,p1487342506> [dostęp: 06.10.2016].
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK), <http://www.ppea.org/pl/new/slowniczek.php> [dostęp: 06.10.2016].
- Rödl & Partner, *Jakie obowiązki informacyjne ciążyą na spółkach giełdowych?*, http://www.roedl.com/pl/pl/warto_wiedziec/audyt_finansowy/jakie_obowiazki_informacyjne_ciaza_na_spolkach_gieldowych.html [dostęp: 06.10.2016].
- Sławiński, A., *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, Referat na konferencję „Współczesne problemy finansów międzynarodowych” Kolegium Gospodarki Światowej

- SGH, 17 listopada 2006, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawniski112006.pdf> [dostęp: 06.10.2016].
- Koelner S.A., *Spółka Godna Zaufania 2006*, Koelner SA, 26 maja 2006, <http://web.archive.org/web/20100813122443/>; <http://www.koelner.se/c?lang=pl&mod=company&c=1&p1=awards&p3=4> [dostęp: 06.10.2016].
- Sterniczuk, H., *Nadzór, rozwój korporacji i satysfakcja interesariuszy*, „Magazyn CEO”, kwiecień 2006, http://ceo.cxo.pl/artykuly/51529_0/Nadzor.rozwoj.korporacji.i.satysfakcja.interesariuszy.html [dostęp: 06.10.2016].
- Szomburg, J., Tamowicz, P., Dzierżanowski, M., *Corporate governance dla rozwoju Polski*, Wyjściowe tezy na inauguracyjne posiedzenie Polskiego Forum Corporate Governance, Gdańsk, 2001, http://www.law.uj.edu.pl/~kpg/images/stories/lad_korporac/cg%20dla%20rozwoju%20polski.pdf [dostęp: 06.10.2016].
- Ślepaczuk, R., *Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku*, e-Finanse, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, <http://www.skarbiec.biz/domy-maklerskie/efektywnosc.htm> [dostęp: 06.10.2016].
- Tamowicz, P., Dzierżanowski, M., *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Wydawnictwo Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002, http://www.nbportal.pl/library/pub_auto_B_0013/KAT_B4560.PDF [dostęp: 06.10.2016].
- Wirtualna Akademia Giełdowa, http://web.archive.org/web/20100209110449/http://sgi.gpw.com.pl/wyklady/wyklad_2/wpr02/11wpr02.htm [dostęp: 06.10.2016].
- Wu, X., Sercu, P., Chen, Ch.J.P., *Keiretsu Membership, Firm Size, and Corporate Returns on Value and Cost*, ssrn.com [dostęp: 06.10.2016].

Spis tabel

Tabela 1. Wewnętrzne i zewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego	27
Tabela 2. Typologie inwestorów instytucjonalnych	46
Tabela 3. Różnice w oddziaływaniu inwestora instytucjonalnego na spółkę portfelową porównanie systemów <i>common law</i> i kontynentalnego	83
Tabela 4. Porównanie rekomendacji zawartych w kodeksach dobrych praktyk skierowanych do inwestorów instytucjonalnych w Wielkiej Brytanii	100
Tabela 5. Rodzaje akcjonariuszy w polskich spółkach publicznych	125
Tabela 6. Liczba poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych w badanej próbie 344 spółek w latach 2007–2011	127
Tabela 7. Średnia oraz mediana liczby i udziałów inwestorów instytucjonalnych	132
Tabela 8. Typ pierwszego inwestora dominującego a suma spółek z akcjonariuszem instytucjonalnym w latach 2007–2011	139
Tabela 9. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem OFE w latach 2007–2011	141
Tabela 10. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem TFI w latach 2007–2011	142
Tabela 11. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem zarządzającym aktywami (<i>asset management</i>) w poszczególnych latach 2007–2011	143
Tabela 12. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem typu fundusz <i>private equity / venture capital</i> w poszczególnych latach 2007–2011	144
Tabela 13. Typ pierwszego inwestora dominującego a liczba spółek z udziałowcem z grupy „inni inwestorzy instytucjonalni” w latach 2007–2011	145
Tabela 14. Występowanie istotności statystycznej pomiędzy liczbą poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych, a sektorem działalności spółki w latach 2007–2011	148
Tabela 15. Istotność asymptotyczna w teście Chi-kwadrat Pearsona dla średniej i mediany udziałów inwestorów instytucjonalnych w zależności od sektora działalności spółki portfelowej w latach 2007–2011	151

Tabela 16. Zależność korelacyjna pomiędzy wysokością udziałów inwestorów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek w latach 2007–2011	153
Tabela 17. Zależność korelacyjna pomiędzy zmianą wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych a zmianami czynników ekonomicznych i finansowych spółek	155
Tabela 18. Zależność korelacyjna pomiędzy wzrostem sumy liczby akcjonariuszy instytucjonalnych, a wzrostem czynników ekonomicznych i finansowych spółek	158
Tabela 19. Występowanie istotności statystycznej pomiędzy liczbą poszczególnych rodzajów inwestorów instytucjonalnych, a medianą i średnią wybranych zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek w kolejnych latach badania	161

Spis rysunków

Rysunek 1. Liczba spółek działających na giełdach w systemach anglosaskim i kontynentalnym (dane na 06.2017 r.)	23
Rysunek 2. Inwestorzy instytucjonalni jako podmioty podatne na wpływy wyszczególnionych sił	52
Rysunek 3. Rodzaje inwestorów instytucjonalnych wyróżnione przez Li Jin	54
Rysunek 4. Klasyfikacja inwestorów instytucjonalnych dokonana przez D. Allena	55
Rysunek 5. Typ pierwszego inwestora dominującego a różnice w średnim procentowym udziale inwestorów instytucjonalnych w latach 2007–2011	137
Rysunek 6. Liczba poszczególnych rodzajów inwestorów dominujących w polskich spółkach publicznych w latach 2007–2011	138